بسم الله الرحمن الرحيم



كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية

قـــــسم المحاســـبة

أثر خصائص مجلس الإدارة على العوائد غير العادية للأسهم في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية: دراسة إختبارية

The Effect of Board of Directors Characteristics on the Abnormal Returns for Shares on Jordanian Industrial Corporations: An Empirical Study

إعداد الطالب:

محمد مصطفى محمد دخل الله

إشراف:

الدكتور محمد فوزي أبو الهيجاء

2015

بسم الله الرحمن الرحيم

{أنزلَ من السماء ماء فسالت أوديةٌ بقدرها فاحتملَ السيلُ زبداً رابياً ومما يوقدون عليهِ في النارِ ابتغاء حليةٍ أو متاعٍ زبدٌ مثلهُ كذلكَ يضربُ اللهُ الحق والباطلَ فأما الزبدُ فيذهب جفاء وأما ما ينفعُ الناسَ فيمكثُ في الأرضِ كذلكَ يضربُ اللهُ الأمثالَ}.

صدق الله العظيم

سورة الرعد الآية (17)

تفويض

أنا محمد مصطفى محمد دخل الله أفوض جامعة جرش الأهلية بتزويد نسخ من رسالتي وعنوانها "أثر خصائص مجلس الإدارة على العوائد غير العادية للأسهم في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية": (دراسة إختبارية) ورقياً وإلكترونياً للمكتبات والهيئات والمنظمات والمؤسسات المعنية بالأبحاث العلمية عند طلبها.

الاسم: محمد مصطفى محمد دخل الله

التوقيع:

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة بعنوان (أثر خصائص مجلس الإدارة على العوائد غير العادية للأسهم في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية: دراسة إختبارية) وأجيزت بتاريخ / / 2015.

أعضاء لجنة المناقشة	التوقيع
1- د. محمد فوزي أبو الهيجاء / مشرفاً ورئيساً	....
2- أ.د. محمد ياسين الرحاحلة / عضواً خارجياً	....
3- د. أسامة عبد المنعم عبد الجبار / عضواً	....
4- د. محمد نادر عثمان / عضواً	....

ث

شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين الذي وفقني وألهمني لإكمال هذه الرسالة المتواضعة.

أتقدم بالشكر والإمتنان إلى أستاذي ومشرفي وإلى من قدم لي العون والمساعدة والدعم والنصيحة وغمرني بجهده ووقته إلى **الدكتور الفاضل محمد فوزي أبو الهيجاء** خالص الشكر وعظيم الإمتنان.

كما أتوجه بالشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول مناقشة هذه الرسالة وعلى المعلومات التي سيقدمونها لإثراء وإغناء الرسالة بمقترحاتهم القيمة.

وأتقدم بالشكر والإعتزاز لأساتذتي في كلية الإقتصاد وخاصة في قسم المحاسبة في جامعة جرش على كل ما قدموه لي من دعم ومساعده ومشورة لهم مني تحية إجلال وعرفان.

كما أتقدم بالشكر والتقدير للدكتور الفاضل محمد نادر عثمان على المساعدة التي قدمها لي في إحتساب المتغير التابع فله مني جزيل الشكر والإمتنان.

الباحث

الإهداء

إلى قدوتي جبل الكبرياء .... إلى من أعانني في مواجهة الصعاب إلى من وفر لي متطلبات النجاح والتفوق ووجهني إلى طريق الخير............

أبي أطال الله في عمره

إلى الحب الصادق .... إلى ملاكي في الحياة .... إلى معنى الحب والحنان والتفاني

إلى بسمة الحياة وسر الوجود .... إلى من كان دعاؤها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي .... إلى ينبوع الصبر والتفاؤل والأمل............

أمي حفظها الله

إلى من ساعدني ووفر لي كل سبل الراحة والعون .... إلى من أعيش بحبكم ومساندتكم لي ....

إخواني وأخواتي

إلى أخي الذي لم تلده أمي الذي كان معي لحظة بلحظة في السراء والضراء لإتمام هذا العمل

حسام جميل شهاب

قائمة المحتويات

الترقيم	الموضوع	الصفحة
	عنوان الدراسة	أ
	الآية القرانية	ب
	التفويض	ت
	قرار لجنة المناقشة	ث
	شكر وتقدير	ج
	الإهداء	ح
	قائمة المحتويات	خ_ذ
	قائمة الجداول	ر
	قائمة الأشكال	ر
	ملخص باللغة العربية	ز
	ملخص باللغة الانجليزية (Abstract)	س
	الفصل الأول: الإطار العام	1
1.1	المقدمة	1
1.2	مشكلة الدراسة	2
1.3	أهمية الدراسة	3
1.4	أهداف الدراسة	4
1.5	الدراسات السابقة	5
1.6	ما يميز الدراسة الحالية	21
1.7	فرضيات الدراسة	21
1.8	نموذج الدراسة	23
1.9	المصطلحات الإجرائية	24
	الفصل الثاني: الإطار النظري	26
2.1	المبحث الأول: خصائص مجلس الإدارة	26
2.1.1	مقدمة	27
2.1.2	مفهوم الحاكمية المؤسسية	27
2.1.3	مفهوم الحاكمية في المنظمات والهيئات الدولية	28
2.1.4	أهداف الحاكمية	29
2.1.5	أهمية الحاكمية	29
2.1.6	قواعد الحاكمية	30
2.1.7	خصائص الحاكمية	31

2.1.8	تشكيل مجلس الإدارة	31
2.1.9	خصائص مجلس الإدارة	36
2.1.10	أخلاقيات مجلس الإدارة	37
2.1.11	أهمية مجلس الإدارة	38
2.1.12	لجان مجلس الإدارة	39
2.1.13	واجبات ومسؤوليات مجلس الإدارة	40
2.1.14	إستقلالية مجلس الإدارة	44
2.1.15	الوصف القانوني لأعضاء مجلس الإدارة	44
2.1.16	نظرية الوكالة	45
2.1.17	إنتهاء عضوية أعضاء مجلس الإدارة	46
2.2	المبحث الثاني: العوائد غير العادية للأسهم	48
2.2.1	مقدمة	48
2.2.2	مفهوم الأسهم	48
2.2.3	خصائص الأسهم	49
2.2.4	تقييم الأسهم	50
2.2.5	قيم الأسهم	51
2.2.6	معدل العائد الفعلي وكيفية قياسه	53
2.2.7	معدل العائد المتوقع	54
2.2.8	معدل العائد غير العادي	54
2.2.9	معدل العائد المتوقع مقابل المخاطر	54
2.2.10	معامل بيتا	55
2.3	العلاقة بين مجلس الإدارة وعوائد الأسهم غير العادية	56
	الفصل الثالث: منهجية الدراسة	59
3.1	مقدمة	59
3.2	الأساليب المستخدمة في الدراسة	59
3.3	مصادر جمع البيانات	60
3.4	مجتمع وعينة الدراسة	61
3.5	متغيرات الدراسة	61
3.6	معادلة نموذج الدراسة	65
	الفصل الرابع: الدراسة التحليلية	67
4.1	المبحث الأول: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	67
4.1.1	الإحصاءات الوصفية لعدد أعضاء مجلس الإدارة	68
4.1.2	الإحصاءات الوصفية لنسبة أعضاء مجلس الإدارة الخارجيين	68

4.1.3	الإحصاءات الوصفية لنسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة	68
4.1.4	الإحصاءات الوصفية لعدد أعضاء مجلس الإدارة الذين يملكون وظيفة تنفيذية في الشركة	69
4.1.5	الإحصاءات الوصفية لعدد مرات دوران المدير المالي	69
4.1.6	الإحصاءات الوصفية لعدد إجتماعات مجلس الإدارة	70
4.1.7	الإحصاءات الوصفية للعائد غير العادي	71
4.1.8	تطور مؤشر المتوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة عبر فترة الدراسة	71
4.2	المبحث الثاني: الإختبارات الإحصائية لفرضيات الدراسة	74
4.2.1	خطوات إختبار الفرضيات	74
4.2.2	إختبار الفرضية الأولى	80
4.2.3	إختبار الفرضية الثانية	80
4.2.4	إختبار الفرضية الثالثة	81
4.2.5	إختبار الفرضية الرابعة	82
4.2.6	إختبار الفرضية الخامسة	83
4.2.7	إختبار الفرضية السادسة	84
4.2.8	**الفصل الخامس: النتائج والتوصيات**	85
5.1	النتائج	85
5.2	التوصيات	87
	المراجع	88

قائمة الجداول

الترقيم	اسم الجدول	الصفحة
4.1	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة لكل مشاهدات العينة	67
4.2	حركة المتوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة خلال الفترة (2010 – 2013)	72
4.3	إختبار ركولمجروف – سميرنوف للتوزيع الطبيعي للبيانات	75
4.4	مصفوفة الإرتباط بين متغيرات الدراسة	76
4.5	صلاحية نموذج الدراسة وفق معامل الإرتباط ومعامل التفسير	77
4.6	صلاحية النموذج وفق إختبار (F) من جدول تحليل التباين	78
4.7	معاملات تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع ومعنويتها	79

قائمة الأشكال

الترقيم	اسم الشكل	الصفحة
1.1	نموذج الدراسة	23
4.1	رسم بياني لتطور المتوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة خلال (2010 – 2013)	73
4.2	تجانس البواقي وخطية العلاقة وشكل توزيع البيانات	75

أثر خصائص مجلس الإدارة على العوائد غير العادية للأسهم في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية: دراسة إختبارية

إعداد الطالب: محمد مصطفى دخل الله **إشراف: الدكتور محمد أبو الهيجاء**

ملخص الدراسة

هدفت الدراسة إلى بيان أثر خصائص مجلس الإدارة على العوائد غير العادية للأسهم في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، ولتحقيق أهداف الدراسة إستخدم الباحث إسلوب الإنحدار المتعدد (التدرج stepwise) لإختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة المتمثلة (بعدد أعضاء مجلس الإدارة _ نسبة الأعضاء الخارجيين _ نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة _ إزدواجية الوظيفة التنفيذية لأعضاء مجلس الإدارة _ معدل دوران المدير المالي _ عدد إجتماعات المجلس) كمتغيرات مستقلة، وبين العائد غير العادي للأسهم كمتغير تابع، حيث تم إجراء الدراسة على (68) شركة صناعية مساهمة عامة خلال الفترة (2010-2013).

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية (موجبة) بين إزدواجية الوظيفة التنفيذية لأعضاء مجلس الإدارة والعوائد غير العادية، ووجود علاقة عكسية (سالبة) بين كلاً من نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة ونسبة الأعضاء الخارجيين وعدد إجتماعات مجلس الإدارة وبين العوائد غير العادية، كما توصلت الدراسة أيضاً إلى عدم وجود أثر لعدد أعضاء مجلس الإدارة ومعدل دوران المدير المالي على العوائد غير العادية للأسهم.

The Effect of Board of Directors Characteristics on The Abnormal Returns for Shares on Jordanian Industrial Corporations: An Empirical Study

student preparation: Mohammad Dakhlallh

Supervision: D. Mohammad Abo ALHija

ABSTRACT

The study aimed to demonstrate the impact of the Board of Directors characteristics on the abnormal returns in the companies listed on the Amman Stock Exchange of industrial companies, To achieve the objectives of the study, the researcher conducting descriptive statistics from the style multiple regression (model stepwise) to test the relationship between the study of variables (the number of board members _ the proportion of external members _ the ownership of the members of the Board of Directors ratio _ duplication of executive function of the members of the Board of Directors _ CFO Turnover _ Number of Board meetings) as independent variables, and the rate of return is the average, where the study was carried out on (68) industrial public company during the period (2010-2013).

The study found a positive relationship (positive) between the duplication of executive function of the members of the Board of Directors and returns is abnormal, and the existence of an inverse relationship (negative) between both the ownership of the members of the Board of Directors ratio and the proportion of external members and the number of meetings of the Board of Directors and the returns is abnormal, as the study also concluded to the lack of impact of the number of members of the board of Directors and Chief Financial Officer turnover rate on the abnormal returns for shares.

الفصل الأول

الإطار العام

1.1 المقدمة:

يعتبر مجلس إدارة شركة المساهمة العامة هو الأداة الرئيسية الفعالة والرأس المفكر واليد المنفذة لكل أعمالها والمهيمن على كل أنشطتها، فمن الناحية العملية يتمتع مجلس الإدارة بسلطات واسعة في إدارة الشركة داخلية وخارجية كل ذلك في حدود ما ينص عليه القانون أو نظام الشركة، كما يعتبر مجلس الإدارة هو الهيئة المنظمة والمشرفة لإدارة الشركة حتى وإن كانت السلطة العليا هي للجمعية العامة للمساهمين في الشركة. (بارود، 2010).

ومن أجل ضبط أداء إدارة الشركة وتحقيق المساواة والعدالة، إهتمت الشركات بالحاكمية المؤسسية بهدف زيادة الثقة بين الإدارة والملاك وحماية مصالحهم، حيث إهتمت التشريعات ذات الصلة بعمل الشركات في معظم دول العالم بضرورة تشكيل مجالس إدارة تتصف بخصائص نوعية، تقوم بدور إشرافي فعال على عمل الإدارة التنفيذية، إذ تعتبر خصائص مجلس الإدارة هي إحدى الخصائص المكونة للحاكمية المؤسسية.

وبناءاً على ذلك فإن مجالس الإدارة هي المسؤولة عن المحافظة على الموجودات لتسهيل إنجاز العمل الإداري والإسهام في إنجازه بكفاءة عالية، مما يؤدي إلى التأكد من أن الأهداف المحددة قد تم إنجازها وفق السياسات المقررة لغايات المساءلة والمحاسبة والنمو والتطوير، ويحتاج المستثمر إلى جانب القيم والمؤشرات المالية المستخرجة من القوائم المالية، إلى تحليل قيم ومؤشرات الأسهم السوقية، ومن أهم القيم والمؤشرات السوقية التي يحتاج أن

يتعرف عليها هو معدل العائد على تلك الأسهم، حيث تعد العوائد مقياس على أداء مجالس الإدارة.

وتأتي هذه الدراسة لتسليط الضوء على أثر خصائص مجلس الإدارة على العوائد غير العادية لأسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي، حيث تم قياس العائد غير العادي للسهم بالفرق ما بين العائد الفعلي والعائد المتوقع.

1.2 مشكلة الدراسة:

لعله من أهم القرارات التي تتخذها الشركات المساهمة العامة هي تلك المتعلقة بتوزيع جزء من أرباحها على المساهمين، حيث يسعى المساهمون إلى تحقيق عائد معقول لقاء إستثمارهم في تلك الشركات، لذلك فإن قراراتهم الإستثمارية يتم إتخاذها بناءاً على ما يتوقعون الحصول عليه من عوائد مقابل هذه الإستثمارات. إلا أن ما يجري فعلاً في بعض الشركات بات يشكل عامل قلق وعدم ثقة بالنسبة للمساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح، حيث أصبح مديروا بعض الشركات المساهمة العامة يمارسون تصرفات ينتج عنها قرارات مالية تتعارض مع مصالح المساهمين على وجه الخصوص. لذلك تبنت معظم دول العالم مبادئ وقواعد وخصائص الحاكمية المؤسسية لتكبح جماح هذه التصرفات والممارسات الضارة بمصالح المساهمين، ومن أبرز خصائص الحاكمية المؤسسية ضرورة قيام الشركات بهيكلة مجالس إدارتها وتعيين أعضاء مستقلين عن الإدارة التنفيذية من أجل تعزيز إستقلالية المجلس، وذلك بهدف الحد من تدخل الإدارة في عملية التقرير المالي، لتحقيق مصلحتها الخاصة، بالإضافة الى تعزيز مفاهيم الشفافية والإفصاح ودرجة موثوقية تلك التقارير المالية.

وبناءاً على ذلك فقد تم صياغة مشكلة هذه الدراسة بالسؤال التالي: هل هناك أثر لخصائص مجلس الإدارة على العوائد غير العادية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن؟ وتم مناقشة هذه المشكلة بالأسئلة التالية:

1. هل يؤثر عدد أعضاء مجلس الإدارة على العوائد غير العادية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة؟
2. هل تؤثر نسبة الأعضاء الخارجيين في مجلس الإدارة على العوائد غير العادية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة؟
3. هل تؤثر نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة على العوائد غير العادية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة؟
4. هل تؤثر إزدواجية الوظيفة التنفيذية لأعضاء مجلس الإدارة على العوائد غير العادية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة؟
5. هل يؤثر عدد مرات دوران المدير المالي على العوائد غير العادية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة؟
6. هل يؤثر عدد إجتماعات مجلس الإدارة على العوائد غير العادية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة؟

1.3 أهمية الدراسة:

تنبع أهمية الدراسة من كونها إمتداداً للدراسات المتعلقة بمجلس الإدارة، وذلك من خلال فحص تأثير خصائص مجلس إدارة الشركة الصناعية المساهمة العامة من حيث تكوين وتركيبة وملكية المجلس، وأثر كل هذه الخصائص على العوائد غير العادية لأسهم الشركة،

إبتداءاً من المساواة في التعامل بين المساهمين دون تمييز، وتوفير المعلومات وخصوصاً المالية منها بالشكل الصحيح، وفي الوقت المناسب، وإنتهاءاً بالحصول على عائد معقول مقابل إستثمارات هؤلاء المساهمين في رأسمال الشركة. وتكمن الأهمية أيضاً في أهمية مجلس الإدارة، وتأثيرها الإيجابي لحاملي الأسهم وملاكها في تقوية الإقتصاد الوطني، فهي الوسيلة الفعالة لتطوير التنمية الإقتصادية، كما وتأتي الأهمية من خلال كفاءة الأسواق المالية ومدى قدرتها في الإستجابه للمعلومة في تحقيق العوائد غير العادية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة، كما أن للبحث أهمية من ناحية النتائج التي يتم التوصل إليها بالنسبة لخصائص مجلس الإدارة المؤثرة والخصائص غير المؤثرة في العوائد غير العادية للأسهم، فوجود مجلس إدارة يساعد في منع أو تخفيض العوائد غير العادية للأسهم يدل على وجود مستوى مرتفع من الحاكمية المؤسسية وهذا ما ينعكس على كفاءة الأسواق المالية في تعاملها مع المعلومة بشكل صحيح.

1.4 أهداف الدراسة:

هدفت هذه الدراسة بشكل أساسي إلى التعرف على خصائص مجلس الإدارة وأثرها على العوائد غير العادية لأسهم الشركات المساهمة العامة الصناعية وذلك من خلال ما يلي:

1. التعرف على أثر عدد أعضاء وعدد إجتماعات مجلس الإدارة على العوائد غير العادية لأسهم شركات المساهمة العامة الصناعية؟
2. التعرف على أثر نسبة الأعضاء الخارجيين في مجلس الإدارة على العوائد غير العادية لأسهم شركات المساهمة العامة الصناعية؟

3. التعرف على أثر إزدواجية الوظيفة التنفيذية ونسبة الملكية لأعضاء مجلس الإدارة على العوائد غير العادية لأسهم شركات المساهمة العامة الصناعية؟
4. التعرف على أثر عدد مرات دوران المدير المالي في الشركة خلال سنوات الدراسة على العوائد غير العادية لأسهم شركات المساهمة العامة الصناعية؟

1.5 الدراسات السابقة:

فيما يلي عرضاً للدراسات السابقة والأبحاث المختلفة، التي تناولت موضوع خصائص مجلس الإدارة والعوائد غير العادية للأسهم، وقد قام الباحث بمراجعه للدراسات ذات العلاقة بالدراسة الحالية، والدوريات العلمية المختلفة وقواعد البيانات على شبكة الإنترنت، بهدف الإستفادة منها لتعزيز اللإطار النظري للدراسة، والتعرف على النماذج التي إستخدمتها الدراسات، والنتائج التي توصلت إليها لخدمة أغراض وأهداف الدراسة. وتم تناول أهم الدراسات على النحو التالي:

أ. الدراسات العربية:

1- دراسة أبو الحاج (2013) بعنوان: "**أثر تطبيق الحاكمية المؤسسية على زيادة القدرة التنافسية للشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان**".

هدفت الدراسة إلى التعرف بمبادئ الحاكمية المؤسسية والقدرة التنافسية وعلاقتهما ببعض وإلى إختبار مدى وجود علاقة بين أثر تطبيق الحاكمية المؤسسية في الشركات الصناعية وبين القدرة التنافسية عن طريق القياس الكمي لمتغيرات الدراسة، وقد تم قياس أثر تطبيق الحاكمية المؤسسية من خلال جوانب متعلقة بمجلس الإدارة كعدد مرات إجتماع

المجلس ونسبة المؤهلات العلمية (ماجستير فما فوق) لأعضاء مجلس الإدارة والجوانب المتعلقة بدور أصحاب المصالح كمستوى الإفصاح عن دور أصحاب المصالح (نسبة الإعتماد على الموردين) وإدارة مخاطر السيولة. ولتحقيق أهداف الدراسة تم إختبار بيانات 21 شركة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية في القطاع الصناعي خلال الفترة (2009–2011)، وتم الإعتماد على نموذج الإنحدار الخطي البسيط لتحديد مدى وجود هذه العلاقة.

توصلت نتائج الإختبارات الإحصائية للدراسة بأن الجوانب المتعلقة بالحاكمية المؤسسية كعدد مرات إجتماع مجلس الإدارة ونسبة المؤهلات العلمية لأعضاء المجلس، ومستوى الإفصاح عن دور أصحاب المصالح، وإدارة مخاطر السيولة، لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بينهما وبين القدرة التنافسية الممثلة بحجم المبيعات.

2- دراسة رياض (2013) بعنوان: "**أثر خصائص مجلس الإدارة ولجان المراجعة على التوزيعات النقدية في الشركات الصناعية المصرية**".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر خصائص مجلس الإدارة ولجان المراجعة بوصفها إحدى لجان مجلس الإدارة على توزيعات الأرباح في الشركات الصناعية المساهمة في جمهورية مصر العربية، ولتحقيق هذا الهدف تم إستقراء الدراسات المختلفة والمرتبطة بكل من خصائص مجلس الإدارة ولجان المراجعة وتوزيعات الأرباح، وتحليل العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة ولجان المراجعة ومعدل التوزيعات النقدية في الشركات الصناعية المدرجة بالبورصة المصرية، وتمثلت عينة الدراسة في بيانات 47 شركة خلال سلسلة زمنية من عام 2006 إلى 2010، وتم إستخدام نموذج الإنحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين عدة

متغيرات مستقلة تتمثل في خصائص مجلس الإدارة ولجان المراجعة، وبين المتغير التابع والمتمثل في معدل التوزيعات النقدية.

توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين خصائص مجلس الإدارة ولجان المراجعة على معدل التوزيعات النقدية في الشركات الصناعية المساهمة المصرية، كما أن خصائص مجلس الإدارة كان لها التأثير الأهم على معدل التوزيعات النقدية مقارنة بأثر لجان المراجعة على معدل التوزيعات النقدية في الشركات الصناعية المساهمة المصرية.

3- دراسة موسى وعبد العزيز (2012) بعنوان: "**إختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوى شبه القوي بإستخدام المعلومة المتعلقة بنشر القوائم المالية للشركات**".

هدفت الدراسة إلى معرفة المعلومة المتعلقة بالإعلان عن نشر القوائم المالية للشركات المساهمة على أسعار الأسهم ومعرفة اتجاه الأسعار والسرعة التي تتجاوب فيها من نبأ نشر القوائم المالية، وقد تم الحصول على بيانات تتعلق بـــ 25 يوماً للتداول قبل الإعلان عن نشر القوائم المالية، و 25 يوماً بعد الإعلان عن نشر القوائم المالية، وذلك لكل سهم على حدة وأشتمل مجتمع الدراسة على جميع الشركات المدرجة في بورصة عمان والتي قامت بنشر قوائمها المالية لعام 2009، وقد بلغت عينة الدراسة على 69 شركة من جميع القطاعات الإقتصادية وتم إستثناء الشركات حديثة التأسيس أو التي لم يتوفر عنها معلومات كافية لقياس متغيرات الدراسة ولغايات هذه الدراسة تم إستخدام نموذج السوق Market Model.

توصلت نتائج الدراسة إلى أن مجموع العوائد غير العادية الفعلية في يوم نشر القوائم المالية لا يختلف عن الصفر، وهذا لا ينفي تحقيق عوائد غير عادية في يوم الإعلان عن نشر

القوائم المالية ولكن بسبب وجود عوائد غير عادية سالبة ألغت العوائد غير العادية الموجبة خلال فترة إعلان نشر القوائم المالية، بحيث أن مجموع القيم المطلقة للعوائد غير العادية في يوم نشر القوائم المالية يختلف عن الصفر، ووجود مثل تلك العوائد غير العادية يؤكد عدم كفاءة بورصة عمان عند المستوى شبه القوي، حيث أظهر سلوك العائد غير العادي التراكمي تزايداً طيلة الفترة اللاحقة لنشر القوائم المالية، وهذا يؤكد أن الحدث له محتوى معلوماتي بالنسبة للمستثمرين، إلا أن إستمرار تحقيق المستثمرين لعوائد غير عادية يؤكد أن هناك تأخراً في وصول المعلومة للسوق وبالتالي كانت الإستجابة أقل مما يجب.

4- دراسة يوسف (2012) بعنوان: "**أثر إستقلالية مجلس الإدارة في ملاءمة معلومات الأرباح المحاسبية لقرارات المستثمرين في الأسواق المالية (دراسة تطبيقية)**".

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر إستقلالية مجلس الإدارة في ملاءمة معلومات الأرباح المحاسبية لقرارات المستثمرين في الأسواق المالية، إذ تلقى هذه الإستقلالية أهمية في إطار الدور الإشرافي والتوجيهي الذي يقوم به مجلس على عمل الإدارة والقرارات التي تتخذها، كما تمثل الأرباح المحاسبية المنتج الرئيسي لأساس الإستحقاق في المحاسبة وحجر الزاوية في العمل المحاسبي، وحددت ملاءمة الأرباح على أساس محددين أساسيين يعكسان إستخدام المستثمرين لمعلومات الأرباح في قراراتهم، وهما قدرة الأرباح على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، ومحتواها التقييمي، حيث أجريت دراسة تطبيقية للبحث على عينة مكونة من 78 شركة نشطة مدرجة في سوق مصر للأوراق المالية عن المدة من عام 2005 إلى 2008.

توصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير لأغلبية أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين إيجاباً في ملاءمة معلومات الأرباح المحاسبية، ووجود تأثير لقيام رئيس مجلس الإدارة بدور

مزدوج (كرئيس للمجلس ورئيس الإدارة التنفيذية) سلباً في ملاءمة الأرباح المحاسبية، ولا يوجد تأثير لحجم مجلس الإدارة في ملاءمة معلومات الأرباح المحاسبية؛ ومع ذلك فإن حجم المجلس المتوسط (7 أو 9 أعضاء) هو الأقل في التأثير السلبي.

5- دراسة (الجوهر، 2011) بعنوان: "**العلاقة بين الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية وقواعد الحوكمة لمجلس الإدارة (دراسة تحليلية لوجهات نظر المحاسبين والمدققين)**".

هدفت هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في الشركات الصناعية الأردنية وقواعد الحوكمة المرتبطة بتحديد مسؤوليات مجلس الإدارة، ولتحقيق هدف الدراسة تم إستخدام منهج التحليل الوصفي من خلال إستخدام الإستبانة كأداة للدراسة، حيث تكونت الإستبانة من محورين أساسيين الأول يرتبط بقياس الخصائص النوعية والمحور الثاني يقيس قواعد الحوكمة المرتبطة بمسؤوليات مجلس الإدارة، وبإستخدام معامل الارتباط بيرسون تم تحديد طبيعة العلاقة بين المحورين، حيث تكون مجتمع الدراسة من العاملين كمحاسبين في الشركات الصناعية ومدققين خارجيين لها، وتم إختبار عينة الدراسة بإستخدام الأسلوب الإحصائي حيث تم توزيع 140 إستبانة مناصفة بين المحاسبين والمدققين واسترد منها 113 استبانة أي ما نسبته 80% وتم استبعاد 5 استبانات لغرض تحقيق التكافؤ (54 محاسب، 54 مدقق) تم تحليلها لتحقيق أغراض الدراسة.

توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: أن هناك علاقة معنوية بين الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية وبين قواعد الحوكمة، كما توصلت أيضاً إلى أن أكثر الخصائص إرتباطاً بقواعد مجلس الإدارة هي خاصية الموثوقية، وأن أقل الخصائص إرتباطاً هي خاصية الملائمة ثم خاصية الفهم بطبيعة القوائم المالية.

6- دراسة عناسوة وآخرون (2011) بعنوان: "**أثر الأزمة المالية العالمية في العوائد غير العادية لأسهم المصارف الكويتية**". دراسة حدث.

هدفت هذه الدراسة إلى بيان تأثير الأزمة المالية في العوائد غير العادية لأسهم المصارف الكويتية، ولتحقيق هذا الهدف إستخدمت الدراسة منهجية الحدث، وقد شملت عينة الدراسة المصارف جميعها المدرجة في السوق المالية الكويتية وعددها ثمانية مصارف، وتمثلت الفترة من عام 2004 إلى 2008.

توصلت نتائج الدراسة إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للأزمة المالية العالمية في العوائد غير العادية لأسهم المصارف الكويتية.

7- دراسة الأشقر (2010) بعنوان: "**إدارة الأرباح وعلاقتها بالعوائد غير المتوقعة للسهم ومدى تأثر العلاقة بحجم الشركة". دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.**

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على إدارة الأرباح وعلاقتها بعوائد الأسهم في سوق فلسطين للأوراق المالية، والوقوف على مدى إهتمام تلك الشركات بإدارة الأرباح وعلاقتها بعوائد الأسهم. وقد اعتمدت الدراسة التطبيقية على نموذج جونز المعدل على مجتمع الدراسة المكون من الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وعددها 23 شركة، وقد تم جمع البيانات بهذا الخصوص على الأرقام من القوائم المالية لكل شركة، وكذلك القيام بمسح التقارير المالية السنوية للشركات نفسها لمعرفة إدارة الأرباح وعلاقتها بعوائد الأسهم، حيث تم إختبار T-test وإختبار ONEWAYANOVA لإيجاد العلاقة بين المتغيرات، وقد إستخدم

الباحث المنهج الوصفي التحليلي للتوصل إلى نتائج منطقية تدعم الفرضيات النظرية الواردة في الدراسة.

توصلت نتائج الدراسة إلى أن معظم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية تمارس إدارة الأرباح، كما تبين وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة بين كل من صافي الربح التشغيلي والتدفق النقدي من العملية التشغيلية والتغير في إيرادات تحت التحصيل للشركة مع عوائد الأسهم للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. كما تبين عدم وجود علاقة ذات دلالة عند مستوى دلالة إحصائية $\alpha = 0.05$ بين التغير في حسابات تحت التحصيل، وإجمالي أصول الشركة مع عوائد الأسهم في الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

8- دراسة إسماعيل (2010) بعنوان: "**العلاقة بين مستوى التطبيق الفعلي للحاكمية المؤسسية وجودة التقارير المالية للشركات المساهمة العامة الأردنية في القطاعين المصرفي والصناعي**".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة ما بين مبادئ الحاكمية المؤسسية وجودة التقارير المالية، وبعض المفاهيم الأخرى المتمثلة في جودة الأرباح وكفاءة السوق المالي، وإلى إختبار مدى وجود علاقة بين مستوى التطبيق الفعلي للحاكمية المؤسسية وجودة التقارير المالية، عن طريق القياس الكمي لمتغيرات الدراسة. ولتحقيق أهداف الدراسة تم إختبار بيانات (30) شركة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية في القطاعين المصرفي والصناعي خلال الفترة (2006-2008) وتم الإعتماد على نموذج الإنحدار البسيط لتحديد مدى وجود هذه العلاقة.

توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الأعضاء المستقلين غير التنفيذيين في مجلس الإدارة، وعدد مرات إجتماع مجلس الإدارة، وعدد مرات إجتماع لجنة التدقيق وبين جودة التقارير المالية.

9- دراسة الحلو (2010) بعنوان: "**دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية**". **دراسة ميدانية على الشركات المساهمة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.**

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية في سوق فلسطين للأوراق المالية، ولإنجاز ذلك قام الباحث بإجراء دراسة تطبيقية على العوائد غير العادية في سوق فلسطين للأوراق المالية، وذلك من خلال إختبار عدد من النسب المالية لإيجاد نموذج انحراف خطي متعدد يمكن الإعتماد عليه في التنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية لسوق فلسطين للأوراق المالية ولكل قطاع من قطاعات السوق، مما يساعد في ترشيد قرارات المستثمرين في السوق وقد أجريت هذه الدراسة على عينة مكونه من (9) شركات من أصل (37) شركة مدرجة بالسوق خلال فترة (2004-2008). حيث تم إستخراج النسب المالية وإحتساب متوسط العائد غير العادي المجمع (الذي يقيس العائد غير العادي خلال الفترة المحيطة بنشر القوائم المالية) بطرح العائد الأسبوعي المتوقع من العائد الأسبوعي الفعلي للسهم، وتم إيجاد معادلة إنحدارية تربط عائد السهم الأسبوعي لكل شركة بمؤشر القدس في سوق فلسطين للأوراق المالية لتوقع عائد السهم.

توصلت نتائج الدراسة بناءاً على النماذج التي تم التوصل إليها أن أكثر المتغيرات المؤثرة في العائد غير العادي في سوق فلسطين للأوراق المالية ككل هو نمو الأرباح

المحتجزة، كما توصلت الدراسة إلى وجود بعض النسب التي يمكن الإعتماد عليها في سوق فلسطين للأوراق المالية في تحقيق عوائد غير عادية.

ب. الدراسات الأجنبية:

1- دراسة Tehranizadeh and Torabi (2015) بعنوان:

"The impact of abnormal returns of shares on slump of one-day shares price in 50 top companies listed in Tehran Stock Exchange".

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة أثر العوائد غير العادية للأسهم على هبوط أسعار الأسهم في يوم واحد لـــ 50 شركة كبرى مدرجة في بورصة طهران خلال الفترة من عام 2003 إلى 2013، إذ تعد عوائد الأسهم واحدة من المعايير الأساسية لصناعة القرار في البورصة، ومصدر معلومات لمعظم المستثمرين الحاليين والمحتملين، حيث يتم إستخدام تلك المعلومات من قبل المستثمرين في التحليل والتنبؤات المالية، ومن ناحية أخرى تحدث العوائد غير العادية دائماً بسبب التقلبات في سوق الأسهم، إذ تمثل العوائد غير العادية الفرق بين العوائد الحقيقية (الفعلية) والعوائد المتوقعة، وكل عملية يمكن أن تؤثر بنوعها على السوق إذ تعد الأحداث السياسية والإقتصادية لها الأثر الأكبر على عملية الأنشطة الإقتصادية للشركة.

توصلت نتائج الدراسة إلى أن مخاطر السوق ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ومجموع الديون الكلية إلى إجمالي الأصول ونسبة السيولة والإنحراف المعياري لعوائد الأسهم لها تأثير إيجابي وكبير على هبوط أسعار الأسهم، أما حجم الشركة ونسبة الأصول النقدية ونسبة الربح قبل الفوائد والضرائب إلى إجمالي الأصول والتدفقات النقدية لكل سهم والعوائد غير العادية للأسهم لها تأثير سلبي وكبير على هبوط أسعار الأسهم.

2- دراسة Johl, et al (2015) بعنوان:

"Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from Malaysian Public Listed Firms".

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير خصائص مجلس الإدارة على أداء الشركات، وتبين هذه الدراسة على وجه التحديد كلاً من: إجتماعات مجلس الإدارة وإستقلالية المجلس وحجم المجلس والخبرة المحاسبية للمجلس على أداء الشركة المحاسبي، حيث تم إستخدام البيانات المالية وغير المالية من التقارير السنوية لـــ 700 شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة ماليزيا لعام 2009.

توصلت نتائج الدراسة إلى أن إستقلالية المجلس لا تؤثر على أداء الشركات، في حين أن حجم مجلس الإدارة والخبرة المحاسبية للمجلس لها تأثير إيجابي بأداء الشركات، أما إجتماعات مجلس الإدارة فلها تأثير سلبي على أداء الشركات.

3- دراسة Mir-Mohammadian and Kheiry (2015) بعنوان:

"A Study on the Effect of Investment Risk, Inventories Growth Rate and Dividend on Stock Abnormal and Cross-Sectional Returns of Corporates Listed in Tehran Stock Exchange".

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير مخاطر الإستثمار ومعدل نمو المخزون والأرباح على العوائد غير العادية للأسهم، إذ يعد توفير الإحتياجات المعلوماتية للمساهمين الحالين والمستثمرين المحتملين عن طبيعة الشركة إحدى الأهداف الرئيسية للتقارير المالية، ويعد تحقيق العائد المتوقع واحداً من التفضيلات الخاصة على الإستثمار للمساهمين، حيث قامت

الدراسة بتطبيق نموذج الإنحدار المتعدد على عينة مكونه من 90 شركة مدرجة في بورصة طهران خلال الفترة من عام 2009 إلى 2013.

توصلت نتائج الدراسة إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مخاطر الإستثمار والعوائد غير العادية للأسهم، ولا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو المخزون والعوائد غير العادية للأسهم، كما تشير النتائج أيضاً لوجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين أرباح الأسهم والعوائد غير العادية للأسهم.

4- دراسة Dharmadasa, et al (2014) بعنوان:

"Corporate Governance, Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from SriLanka".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر خصائص مجلس الإدارة في تعزيز أداء الشركات، حيث تناولت هذه الدراسة الجمع بين خصائص مجلس الإدارة وأداء الشركات المدرجة في بورصة كولومبو. تم الحصول على البيانات اللازمة للدراسة من التقارير السنوية المدققة من (189) شركة، حيث تم إختبار الدراسة بإستخدام الإنحدار الهرمي.

توصلت نتائج الدراسة إلى أن مجالس الإدارة الكبيرة لها أثر سلبي على أداء الشركات. وعلاوة على ذلك، تم العثور على علاقة ايجابية بين إستقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركات، ولم تبين الدراسة أثر كبير لإزدواجية الوظيفة التنفيذية، وملكية العائلة على أداء الشركات.

5- دراسة Kai, and Xiaoguang (2014) بعنوان:

"An Empirical Study on Abnormal Returns of Listed Companies of Chinese Pharmaceutical Industry".

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العوائد غير العادية في شركات صناعة الأدوية الصينية بالإستناد على النظريات النسبية لسياسة توزيع الأرباح، وتم تطبيق هذه الدراسة على شركات الأدوية في مدينتي شنغهاي وشنتش خلال الفترة (2007-2012). حيث تم إختبار عينة الدراسة بإستخدام نسبة شارب، ومؤشر جنسن وذلك من خلال الدراسة التجريبية.

توصلت نتائج هذه الدراسة أن العوائد غير العادية لشركتين من شركات صناعة الأدوية تختلف إختلافاً كبيراً عن محافظ الأوراق المالية وهي متفوقة بشكل كبير في النقد وفترة عقدها أطول ومزاياها أكثر وضوحاً.

6- دراسة Akpan and Amran (2014) بعنوان:

"Board characteristics and company performance: Evidence from Nigeria".

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وأداء الشركة في نيجيريا، واستخدمت هذه الدراسة نموذج الإنحدار المتعدد على 90 شركة مدرجة في بورصة نيجيريا خلال الفترة من عام 2010 إلى 2012.

توصلت نتائج الدراسة إلى أن حجم مجلس الإدارة ومستوى تعلم المجلس يرتبطان إلى حد كبير بأداء الشركة، بينما لا توجد علاقة بين إستقلالية المجلس وعمر المجلس بأداء

الشركة، كما تبين أن هناك علاقة سلبية بين وجود النساء في مجلس الإدارة ومعدل العائد المرتبط بأداء الشركة.

7- دراسة Shukeri, et al (2012) بعنوان:

"Does Board of Director Characteristics Affect Firm Performance? Evidence from Malaysian Public Listed Companies".

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر خصائص مجلس الإدارة على أداء الشركات، حيث تم إختبار ستة خصائص لمجلس الإدارة تتمثل في: الملكية الإدارية وحجم المجلس وإستقلالية المجلس وإزدواجية الرئيس التنفيذي للشركة والتنوع بين الجنسين والتنوع العرقي، إذ تم إستخدام معدل العائد على حقوق المساهمين (ROE) بإعتباره مقياس قوي للأداء المالي، حيث تم تطبيق الدراسة على 300 شركة مدرجة في بورصة ماليزيا مختارة بشكل عشوائي من كل القطاعات خلال عام 2011.

توصلت نتائج الدراسة إلى أن حجم المجلس والتنوع العرقي لديها علاقة إيجابية مع معدل العائد على حقوق المساهمين، في حين أن إستقلالية المجلس ترتبط بعلاقة سلبية معها، كما توصلت نتائج الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الملكية الإدارية وإزدواجية الرئيس التنفيذي للشركة والتنوع بين الجنسين وبين أداء الشركات.

8- دراسة AlKadi (2012) بعنوان:

"Board of Director's Characteristics and Value Relevance of Accounting Information in Malaysian Shariah-Compliant Companies: A panel data analysis"

هدفت هذه الدراسة إلى بيان العلاقة بين بعض خصائص مجلس الإدارة وأهمية قيمة المعلومات في الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا، حيث تتمثل خصائص مجلس الإدارة في حجم المجلس وعدد الأعضاء المستقلين غير التنفيذيين في المجلس وإزدواجية الرئيس التنفيذي للشركة وعدد الأعضاء المسلمين في مجلس الإدارة، بالإضافة إلى أنه تم تجاهل بعض الخصائص المتعلقة بالشركة مثل حجم الشركة ونفوذ الشركة وربحية الشركة وحجم مكتب التدقيق (Big4). تم إستخدام بيانات 270 شركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة من عام 2007 إلى 2009، وتم دراسة العلاقة بينهما بإستخدام نموذج أولسون (1995).

توصلت نتائج الدراسة إلى أن حجم المجلس ليس عاملاً مهماً في التأثير على أهمية المعلومات المحاسبية، كما توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ولكن ذات دلالة غير إحصائية بين إستقلالية مجلس الإدارة وأهمية المعلومات المحاسبية، وتوصلت أيضاً إلى أنه لا يوجد تأثير للأعضاء المسلمين في مجلس الإدارة على أهمية المعلومات المحاسبية.

9- دراسة Dimitropulos and Asteriou (2010) بعنوان:

"The Effect of Board Composition on the in Formativeness and Quality of Annual Earnings: Empirical Evidence From Greece".

هدفت هذه الدراسة إلى إختبار تأثير نوعين من خصائص مجلس الإدارة (حجم المجلس وتركيبته) في جودة الأرباح المحاسبية، حيث أجريت هذه الدراسة على 97 شركة مدرجة في البورصة اليونانية خلال الفترة من عام 2000 إلى 2004.

توصلت نتائج الدراسة إلى أن المحتوى المعلوماتي للأرباح يرتبط إيجابياً بعدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، ولكنه لا يرتبط بحجم مجلس الإدارة وبالتالي عندما يكون الجزء الأكبر من أعضاء مجلس الإدارة هم من خارج الشركة يتبين أن الشركات أكثر تحفظاً من ناحية الاعتراف بالأنباء غير السارة، كما توصلت نتائج الدراسة إلى أن الشركات التي يكون أغلبية أعضاء مجالس إدارتها من خارج الشركة، تقرر عن أرباح أكثر جودة من الشركات التي يكون أغلبية أعضاء مجالس إداراتها من داخل الشركة.

10- دراسة Machuga and Title (2009) بعنوان:

"Board of Director Characteristics and Earning Quality Surrounding Implementation of a Corporate Governance Code in Mexico".

هدفت هذه الدراسة إلى إكتشاف العلاقة بين بعض خصائص مجلس الإدارة (ممثلة بكل من: الإفصاح عن تركيبة الملكية، والملكية العائلية المركزة، والملكية الإدارية) مع تحقيق تحسن في جودة الأرباح، وذلك بالتطبيق على المكسيك حيث صدر دليل حوكمة الشركات وأحد أهدافه تحسين الدور الإشرافي لمجلس الإدارة وزيادة شفافية المعلومات للمستثمرين، بما يتضمن ذلك معلومات مفصلة تتعلق بهيكلة مجلس الإدارة ووظائفه، حيث قيست جودة الأرباح من خلال تمهيد الدخل، والإعتراف بالخسائر في توقيت ملائم، وتسويات أساس الاستحقاق الشرطية.

توصلت نتائج الدراسة إلى أن جودة الأرباح تكون أكبر لدى الشركات التي ليس لديها تركز في الملكية العالية أو الملكية الإدارية، مقارنة بالشركات التي تكون فيها الملكية مركزة

عائلياً أو في الإدارة، كما توصلت الدراسة إلى أن تطبيق نظم الحوكمة على مستوى مجلس الإدارة دون الأخذ بالحسبان البيئة القانونية والثقافية، قد تحد من الآثار المرجوة من التغيير.

11- دراسة Ma, et al (2009) بعنوان:

"Abnormal Returns to Wergers and Acquisition in Ten Asian Stock Markets".

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العوائد غير العادية لعمليات الإندماج والسيطرة في الشركات، حيث أن عمليات الإندماج والسيطرة في الأسواق الناشطة تتطور بشكل سريع، كما أن لها فائدة بإعتبارها أداة إدارية لمتابعة النمو الإستراتيجي.وتم إختبار هذه الدراسة على عشرة دول آسيوية هي: الصين، الهند، هونغ كونغ، اندونيسيا، ماليزيا، الفلبين، سنغافورة، كوريا الجنوبية، تايوان وتايلاند وذلك خلال الفترة (2000–2005). بإستخدام معامل إرتباط بيرسون.

توصلت نتائج الدراسة إلى أن أسواق الأسهم في آسيا قد تحدث فيها عوائد تراكمية غير عادية موجبة من خلال ثلاثة نوافذ مختلفة لحدث نشر القوائم المالية وهي: النافذة الأولى تستمر لمدة يومين، والنافذة الثانية تستمر لمدة ثلاثة أيام، والنافذة الثالثة تستمر لمدة خمسة أيام، وهناك أثر ذو دلالة إحصائية لتسريب المعلومات قبل يوم الحدث لعمليات الإندماج والسيطرة.

1.6 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

بعد الإطلاع على الدراسات السابقة التي أجريت في موضوع خصائص مجلس الإدارة، والدراسات التي أجريت في موضوع العوائد غير العادية للأسهم، وإختلاف البيئات التي أجريت عليها، وإختلاف الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها، فإن هذه الدراسة تتميز كما يراها الباحث أنها تعد من أول الدراسات التي تتناول خصائص مجلس الإدارة وأثرها على العوائد غير العادية للأسهم، فهناك العديد من الدراسات التي تناولت خصائص مجلس الإدارة والعديد من الدراسات التي تناولت العوائد غير العادية للأسهم كلاً على حده، بينما هذه الدراسة تناولت خصائص مجلس الإدارة والعوائد غير العادية للأسهم معاً، حيث تم دراسة مجموعة من المتغيرات المستقلة التي لم تدرس معاً من قبل وهي (عدد أعضاء مجلس الإدارة ونسبة الأعضاء الخارجيين في المجلس وإزدواجية الوظيفة التنفيذية ونسبة الملكية لأعضاء المجلس وعدد إجتماعات المجلس ومعدل دوران المدير المالي) على العوائد غير العادية للمجلس وهذا ما تتميز به الدراسة الحالية.

1.7 فرضيات الدراسة:

تم إنجاز هذه الدراسة بموجب الفرضيات التالية وتم تشكيلها بالفرضيات الصفرية:

الفرضية الأولى:

$H0_1$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين عدد أعضاء مجلس الإدارة والعوائد غير العادية للأسهم.

الفرضية الثانية:

$H0_2$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين نسبة أعضاء مجلس الإدارة الخارجيين والعوائد غير العادية للأسهم.

الفرضية الثالثة:

$H0_3$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة والعوائد غير العادية للأسهم.

الفرضية الرابعة:

$H0_4$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين إزدواجية الوظيفة التنفيذية لأعضاء مجلس الإدارة والعوائد غير العادية للأسهم.

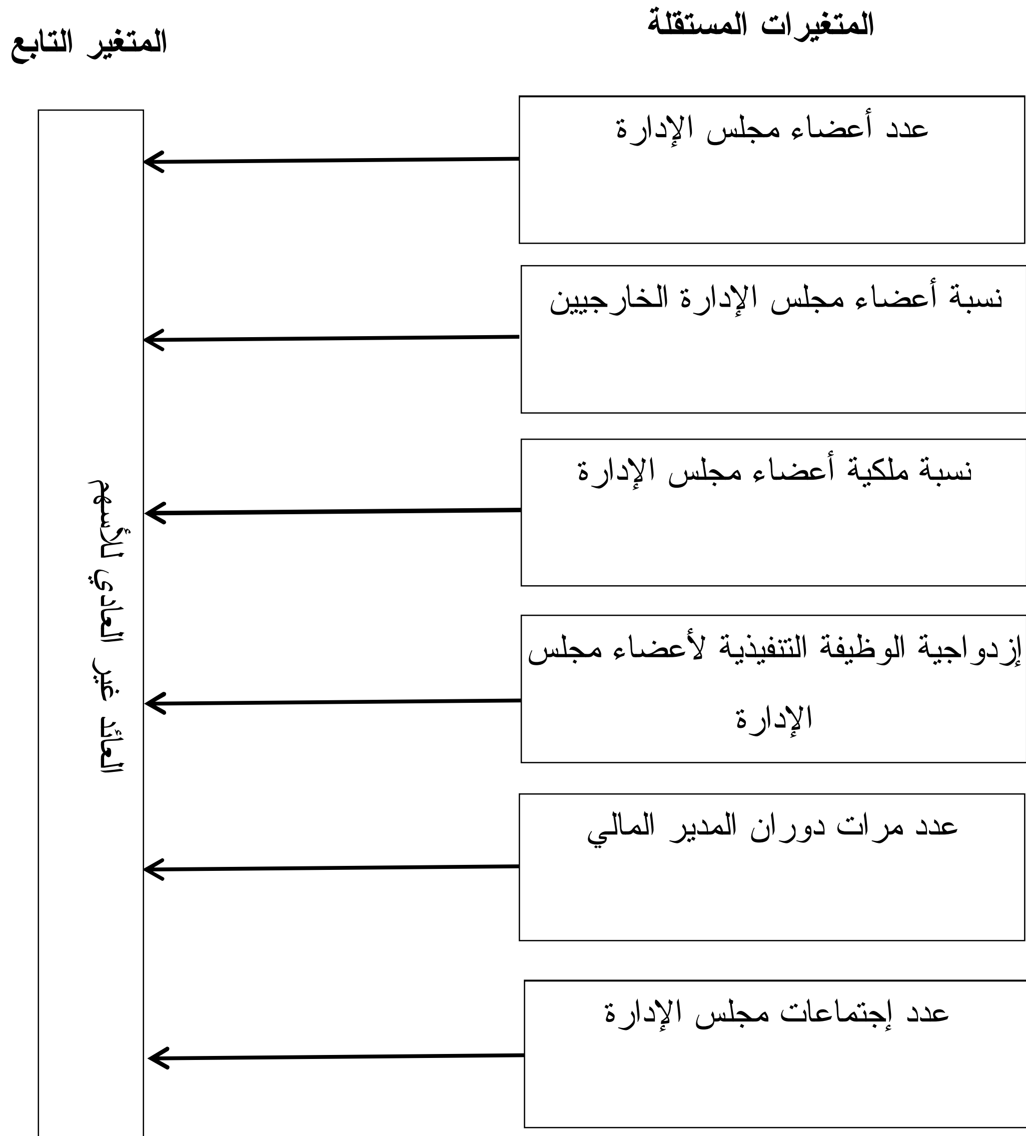
الفرضية الخامسة:

$H0_5$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين عدد مرات دوران المدير المالي والعوائد غير العادية للأسهم.

الفرضية السادسة:

$H0_6$: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين عدد إجتماعات مجلس الإدارة والعوائد غير العادية للأسهم؟

1.8 نموذج الدراسة:



الشكل رقم (1.1) نموذج الدراسة

1.9 المصطلحات الإجرائية:

- مجلس الإدارة: هو هيئة مكونة من عدد من الأعضاء سواءاً كانوا منتخبين أو معينين، يتولون الإشراف بشكل مشترك على أنشطة منظمة أو شركة أو مؤسسة ما، يتولى إدارة الشركة مجلس إدارة لا يقل عدد أعضائه عن خمسة أعضاء ولا يزيد عن ثلاثة عشر عضواً وفقاً لما يحدده نظام الشركة. وتقتضي مبادئ الحوكمة الرشيدة أن يتم إنتخابهم وفق أسلوب التصويت التراكمي من قبل الهيئة العامة للشركة بالإقتراع السري على أن يكون ثلث أعضاء المجلس على الأقل من الأعضاء المستقلين. (هيئة الأوراق المالية/ دليل قواعد حوكمة الشركات، 2006).

يتولى إدارة الشركة المساهمة العامة مجلس إدارة لا يقل عدد أعضائه عن ثلاثة أشخاص ولا يزيد عن ثلاثة عشر شخصاً وفقاً لما يحدد نظام الشركة ويتم إنتخابهم من قبل الهيئة العامة للشركة بالإقتراع السري وفقاً لأحكام القانون، ويقوم بمهام ومسؤوليات إدارة أعمالها لمدة أربع سنوات تبدأ من تاريخ إنتخابه. (قانون الشركات الأردني المعدل 2006، المادة 132).

- الأسهم: هي مستند يثبت حق صاحب الأسهم في ملكية جزء من رأس مال الشركة لذلك فهي تمثل الملكية الأصلية في الشركة، وهي أيضاً أحد الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الآجل في المنشأة خاصة رأس المال الدائم، فالشركات المساهمة تعتمد إعتماداً يكاد يكون تاماً على إصدار هذه الأسهم للحصول على رأس المال اللازم بصفة دائمة خاصة عند بدء التكوين، وبذلك تضمن الأسهم للشركات التمويل وتضمن لصاحب الحق الحصول على حصة من أرباح الشركة تتناسب مع ملكية ما يملكه من أسهم. (سمية، 2010، 10).

- عوائد الأسهم الفعلية: هو التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة، حيث يتم التعبير عنه بشكل نسبي من تكلفة الإستثمار في بداية الفترة. (حداد، 2010، 128).
- عوائد الأسهم المتوقعة: هي المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها من أجل حيازة أداة الإستثمار. (الحلو، 2010، 57).
- عوائد الأسهم غير العادية: يمثل العائد غير العادي العائد الفعلي للسهم مطروحاً منه العائد المتوقع، إذ يعد نموذج السوق أكثر النماذج إنتشاراً لحساب العوائد غير العادية، وهذا ما تم إستخدامه في أغلبية الدراسات السابقة. (strong, 1992).

الفصل الثاني

الإطار النظري

سيتناول الباحث في هذا الفصل مبحثين رئيسيين لمحاولة التعرف على أهم الأمور المتعلقة بها وهي: مجلس الإدارة، وعوائد الأسهم، ثم سيحاول الباحث في نهاية هذا الفصل الربط بين خصائص مجلس الإدارة والعوائد غير العادية للأسهم.

2.1 المبحث الأول: خصائص مجلس الإدارة

سيتناول الباحث في هذا المبحث الحاكمية المؤسسية من خلال أهم الامور المتعلقة بها بشكل مختصر، حيث تعد خصائص مجلس الإدارة إحدى الخصائص المكونة للحاكمية المؤسسية.

كما سيتناول الباحث مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة من حيث نوعية الأعضاء الداخلين في تشكيل المجلس والجهة المختصة بإنتخاب أعضاء المجلس، وعدد الأعضاء وطريقة إنتخابهم، ومدة العضوية فيه، كما سيتطرق الباحث للشروط الواجب توافرها في أعضاء المجلس مثل إمتلاك نصاب معين من الأسهم وغيرها، وسيركز الباحث أيضاً على أهم تعليمات قانون الشركات الأردني وإصدارات دليل قواعد حوكمة الشركة الصادر عن هيئة الأوراق المالية الأردنية فيما يخص مجلس الإدارة.

2.1.1 مقدمة:

تجدر الإشارة في البداية إلى أن مصطلح الحاكمية المؤسسية هو نظاماً مثيراً لإهتمام الهيئات الأكاديمية والإقتصادية والدولية، حيث فرض نفسه وأوجد ذاته قسراً وطواعية بحيث فرضت حداثة هذا الموضوع إختلافاً في وجهات النظر لتحديد مفهومه، وتنوعاً في وصفه علمياً بالقدر الذي يمكن أن يظهر منه المراد من الحاكمية المؤسسية.

تدخل المشرع في كافة البلدان بنصوص آمره لتنظيم كل ما يتعلق بهذه الشركات وخاصة الإدارة، وتكريساً لخصوصية إدارة الشركات المساهمة نظمها المشرع بشكل مختلف عن إدارة الشركات الأخرى، حيث أسند إدارة هذه الشركات إلى عدد من الأجهزة متمثلة في الجمعية العامة ومجلس الإدارة.

يعتبر مجلس الإدارة هو الجهاز الرئيسي المكلف بإدارة الشركة وتحقيق أهدافها؛ فهو الجهة المدبرة بوضع الخطط اللازمة لتنفيذ تلك الأهداف والرأس المفكر فيها، ومن ثم فهو الذي يقوم عملياً بإعداد واعتماد سياسة الشركة. (الدرمكي، 2008، 21).

2.1.2 مفهوم الحاكمية المؤسسية:

عرفت الحاكمية بأنها مجموعة الإجراءات والضوابط والمعايير المحاسبية التي تفرض على الشركات لحماية أموال المستهلكين، خاصة تلك المتعلقة بالشفافية والإفصاح عن موقف الشركة المالي. (الفليتي، 2010، 21).

كما أن هنالك مدخلين لتحديد مفهوم الحاكمية المؤسسية هما:

أ. مدخل المساهم والذي يهتم بتعظيم حقوق المساهمين ممثلة في الربحية.

ب. مدخل الأطراف المتعددة ذات العلاقة بالشركة مثل المديرين والعملاء، الدائنين، العمال والأطراف الأخرى. (أحمد، 2010، 188).

2.1.3 مفهوم الحاكمية في المنظمات والهيئات الدولية:

عرفت منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) الحاكمية المؤسسية بأنها مجموعة العلاقات التي تنظم في إطار العمل بين إدارة الشركة التنفيذية ومجلس إدارتها والمساهمين فيها والأطراف ذوي العلاقة الآخرين. (منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية، 1999، 2).

كما عرفت لجنة كادبري Cadbury Committee الحاكمية المؤسسية تعريفاً عاماً محكماً حاز شهرة علمية واسعة بأنها نظام بمقتضاه تدار الشركات وتراقب. (لجنة كادبري، 2003).

وفي الأردن فقد قامت هيئة الأوراق المالية بإصدار دليل حوكمة الشركات حيث تم إعداد هذا الدليل الذي يحتوي على قواعد لحوكمة الشركات المساهمة المدرجة في البورصة، تهدف إلى وضع إطار واضح ينظم العلاقات والإدارة فيها، ويحدد الحقوق والواجبات والمسؤوليات بما يحقق أهداف الشركة وغاياتها ويحفظ حقوق الأطراف ذوي المصالح المرتبطة بها. (دليل حوكمة الشركات، 2006، 3).

ويرى الباحث بأنه يمكن تعريف الحوكمة بأنها مجموعة من الممارسات والإجراءات والسلوكيات بشكل ضوابط فنية وأخلاقية، يمكن من خلالها إدارة وتوجيه ورقابة الشركات لتحقيق التوازن بين الملكية والإدارة، ووضع أهدافها والسبل الكفيلة بتحقيقها.

2.1.4 أهداف الحاكمية:

يسهم تطبيق مفهوم الحاكمية في تحقيق مجموعة من الأهداف التي أشار إليها عدد من الباحثين ويمكن تلخيص أهمها بما يلي:

أ. كبح مخالفات الإدارة المحتملة وضمان المساواة بين مصالح الإدارة ومصالح المساهمين.

ب. تقليل المخاطر المالية والاستثمارية. (طالب والمشهداني، 2011، 38).

ت. تعظيم أداء الشركات، وتحقيق الكفاءة الإقتصادية والوصول لأهداف الشركة.

ث. وضع الأنظمة الكفيلة لتجنب أو على الأقل التقليل من الغش وتضارب المصالح وجميع التصرفات غير المقبولة مادياً وإدارياً وأخلاقياً.

ج. وضع أنظمة الرقابة على إدارة الشركة وأعضاء مجلس إدارتها. (المشهداني، 2012).

2.1.5 أهمية الحاكمية:

تكمن أهمية الحاكمية المؤسسية في أن تطبيق معاييرها يؤدي إلى تحسين التنافس بين الشركات والدول، كما أنها تزيد من درجة الثقة مع الأطراف التي تتعامل مع الشركات، وتقلل من مخاطر الأزمات المالية التي يمكن أن تعصف بالشركة ومن ثم بالإقتصاد القومي الذي تعتبر الشركات رائداً رئيسياً لتمويله، بالإضافة إلى تضييق الخناق على الفساد. (الراوي، 2014).

وتظهر أهمية الحاكمية أيضاً في:

أ. جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية وخفيض تكلفة التمويل، والحد من هروب رؤوس الأموال المحلية إلى الخارج وهجرتها.

ب. ضمان حصول المستثمرين على عائد مجزي على استثماراتهم وزيادة النمو وتعظيم حقوق الساهمين وأصحاب المصالح.

ت. مكافحة الفساد المالي والإداري وما يترتب عليه. (الشواورة، 2009).

كما أن للحاكمية أهمية تتعلق بكل من الجوانب الإقتصادية والإجتماعية والقانونية. (علي، 2009).

2.1.6 قواعد الحاكمية:

يوجود قواعد مهمة تشكل الدعائم الأساسية للحاكمية نذكر منها:

أ. الشفافية: تتضمن الشفافية الثقة والنزاهة والموضوعية في إجراءات إدارة الشركة، والإفصاح السليم وفي الوقت المناسب.

ب. المساءلة: وتقتضي بمحاسبة الذين يتخذون القرارات في الشركة، أو الذين ينفذون الأعمال عن قراراتهم وأعمالهم تجاه الشركة والمساهمين.

ت. المسؤولية: وهي وجود نظام فعال للرقابة الداخلية، بحيث تعمل الشركة في إطار أنظمة وقوانين ولوائح تنظيمية تتم مراجعتها بشكل دوري.

ث. الوضوح: وتعني وضوح القوائم المالية والإبلاغ المالي، ولغرض تحقيق ذلك على الإدارة وعن طريق لجنة التدقيق أن تتحرى الفهم العام للقوائم المالية.

ج. الإستقلالية: وهي الآلية التي تقلل أو تلغي تضارب المصالح، وتبدأ هذه الآلية من تشكيل المجالس، وتعيين اللجان إلى تعيين مدقق خارجي مستقل كفء ومؤهل.

ح. العدالة: ضمان معاملة متساوية للمساهمين كافة.

خ. لجنة التدقيق: غالباً ما تكون من الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة، وتمارس دورها الرقابي بالعمل على تعزيز فعالية وكفاءة المدققين الداخليين ومدققي الحسابات الخارجيين. (ريحاوي، 2008).

2.1.7 خصائص الحاكمية:

تتمثل خصائص الحاكمية في ثلاثة خصائص رئيسية هي:

أ. خصائص مجلس الإدارة.

ب. خصائص لجنة التدقيق.

ت. خصائص تركيبة الملكية. (Khiari, 2013).

2.1.8 تشكيل مجلس الإدارة:

تضم الشركة المساهمة العامة عدة هيئات، منها من يتولى الإدارة بشكل مباشر، ومنها من يشرف على مجلس إدارة الشركة في أدائه لمهامه، وأخرى مهمتها مراقبة حسن سير الإدارة من ناحية الأمور المالية، وهذه الهيئات هي: مجلس الإدارة، والهيئة العامة، ومدققوا الحسابات، والأصل أن يبين نظام الشركة طريقة تشكيل مجلس الإدارة، إلا أن قوانين الشركات وضعت قواعد ملزمة في هذا الخصوص، لذا تختلف القوانين في الدول حول كيفية

معالجة موضوع تشكيل مجلس الإدارة، سواءاً من حيث طريقة تعيين أعضاء مجلس الإدارة، أو الجهة صاحبة الإختصاص في تعيينهم. (خليل، 2011، 18).

سيقوم الباحث بعرض تشكيل مجلس الإدارة من خلال قسمين هما: هيكل مجلس الإدارة ومدة العضوية فيه، والشروط الواجب توافرها في عضو مجلس الإدارة.

أ. هيكل مجلس الإدارة ومدة العضوية فيه:

حدد قانون الشركات الأردني لعام (1997) وتعديلاته عدد أعضاء مجلس الإدارة بحيث لا يقل عدد أعضائه عن ثلاثة أعضاء ولا يزيد على ثلاثة عشر عضو. ويتم إنتخابهم من قبل الهيئة العامة للشركة بالإقتراع السري وفقاً لأحكام هذا القانون. ويقوم بمهام ومسؤوليات إدارة أعمالها لمدة أربع سنوات تبدأ من تاريخ انتخابه. (قانون الشركات الأردني، 1997، المادة 132).

كما نص دليل قواعد حوكمة الشركات بأن يتولى مجلس إدارة الشركة المساهمة مجلس إدارة لا يقل عدد أعضائه عن خمس أعضاء ولا يزيد عن ثلاثة عشر عضواً، وتشترط أن يكون ثلث أعضاء المجلس على الأقل من الأعضاء المستقلين، وتشترط أيضاً أن يكون هناك لجنة تدقيق يشكلها مجلس الإدارة من أعضائه بحيث لا تقل عن ثلاثة أعضاء غير تنفيذيين، وعدم جواز الجمع بين رئيس مجلس الإدارة وأي منصب تنفيذي آخر في الشركة. (دليل حوكمة الشركات الأردني، 2006، الباب الثاني).

ويرى الباحث بأن عدد أعضاء مجلس الإدارة يجب أن لا يقل عن ستة أعضاء غير تنفيذيين، أربعة على الأقل من الأعضاء المستقلين؛ لكي يتمكن مجلس الإدارة من تشكيل لجانه

الدائمة، إذ يشترط القانون أن عدد كل لجنة يجب أن لا يقل عن ثلاثة أعضاء، بحيث لا يجوز الجمع بين عضوية اللجان كما حددها القانون.

إن قواعد الحوكمة تفرق بين ثلاثة أنواع من أعضاء مجلس الإدارة، وأوجبت أن يتضمن تشكيل مجلس الإدارة هذه الأنواع الثلاثة ولكن بنسب معينة، وتتمثل الأنواع الثلاثة من أعضاء المجلس في الآتي:

1. العضو التنفيذي:

يمكن تعريف العضو التنفيذي على أنه العضو الذي يشغل منصب تنفيذي بالشركة كالمدير التنفيذي للشركة أو العضو المنتدب أو الرئيس التنفيذي، ويكون متفرغاً لإدارة الشركة من خلال عمله اليومي بها، ويتقاضى راتباً شهرياً أو سنوياً منها، كما أنه يمكن أن يكون العضو التنفيذي بالشركة عضواً في مجلس إدارة الشركة، يتم إنتدابه أو تعيينه من قبل مجلس إدارة الشركة. (الفليتي، 2010، 66).

يمثل وجود الأعضاء التنفيذيين في مجلس الإدارة أهمية كبيرة بالنسبة للشركة بما لهم من دراية كاملة بالشركة وبالمشاكل والمخاطر التي تواجهها، ويعتبر وجودهم إضافة حقيقية لفاعلية أداء مجلس الإدارة. (سليمان، 2008، 37).

2. العضو غير التنفيذي:

هو العضو الذي لا يكون متفرغاً بشكل تام لإدارة الشركة على خلاف العضو التنفيذي، بحيث لا يكون موظفاً بالشركة ولا يشغل أي منصب تنفيذي، ولا يتقاضى راتباً شهرياً أو سنوياً.

إن العضو غير التنفيذي فيما يتعلق بعلاقته بالشركة يمكن أن يكون مستقلاً أو غير مستقل، والعضو غير التنفيذي المستقل هو العضو غير المتفرغ للإدارة كما أنه ليس مساهماً بها، أما العضو غير التنفيذي غير المستقل فهو العضو غير المتفرغ للإدارة وليس موظفاً بها ولكنه مساهماً في الشركة. (الفليتي، 2010، 67).

3. عضو الإدارة المستقل:

عرفت هيئة الأوراق المالية الأردنية من خلال دليل قواعد حوكمة الشركات (الباب الأول) عضو مجلس الإدارة المستقل بأنه العضو الذي لا تربطه بالشركة أو أي من موظفي الإدارة التنفيذية العليا فيها أو بأي شركة حليفة أو بمدقق الشركة أي مصلحة مادية أو أي علاقة غير تلك المتعلقة بمساهمته في الشركة، قد يتكون في ظلها شبهة بجلب أي منفعة سواءاً مادية أو معنوية لذلك العضو، قد تؤدي إلى التأثير على قراراته أو إستغلال لمنصبه في الشركة.

تجدر الإشارة على أن تحديد نسبة مشاركة الأعضاء التنفيذيين وغير التنفيذيين في تشكيل مجلس الإدارة يختلف من نظام قانوني لآخر، أما بالنسبة لشركات المساهمة العامة في العالم العربي وبالأخص التي تشارك الحكومات بجزء من رأسمالها تكاد لا تعترف مطلقاً بحق المدراء التنفيذيين في عضوية مجالس الإدارة، إذ يتوجب عند تشكيل مجلس الإدارة أن تكون أغلبيته من الأعضاء غير التنفيذيين، أي غير المتفرغين بشكل تام لإدارة الشركة، وليسوا موظفين بها، ولا يتقاضون راتباً شهرياً أو سنوياً من الشركة. (الخطيب، 2008، 55).

ب. الشروط الواجب توافرها في عضو مجلس الإدارة:

تتضمن قوانين الشركات في مختلف الدول ومن بينها قانون الشركات الأردني على عدة شروط يجب توافرها في العضو المرشح لمنصب عضو مجلس إدارة الشركة المساهمة، ووفقاً للمادة (147) من قانون الشركات الأردني:

أ. أن لا يقل عمره عن واحد وعشرين سنة.

ب. أن لا يكون موظفاً في الحكومة أو في أي مؤسسة رسمية عامة.

كما نصت المادة (148) من القانون ما يحظر على عضو مجلس الإدارة:

أ. لا يجوز لمن يشغل وظيفة عامة أن يكون عضواً في مجلس إدارة أي شركة مساهمة عامة إلا إذا كان ممثلاً للحكومة أو لأي مؤسسة رسمية عامة أو لشخص إعتباري عام.

ب. لا يجوز لعضو مجلس إدارة الشركة أو مديرها العام أن يكون عضواً في مجلس إدارة شركة مشابهة في أعمالها للشركة التي هو عضو مجلس إدارتها أو مماثلة لها في غاياتها أو تنافسها في أعمالها، كما لا يجوز له أن يتقدم بأي عمل منافس لأعمالها.

ت. لا يجوز أن يكون لرئيس المجلس أو أحد أعضائه أو المدير العام أو أي موظف يعمل في الشركة مصلحة مباشرة أو غير مباشرة في العقود والمشاريع والإرتباطات التي تعقد مع الشركة أو لحسابها.

ويرى الباحث بأن الشروط التي يجب أن تتوافر في عضو مجلس الإدارة يمكن أن تتمثل في: أن يكون العضو نزيهاً، حسن السيرة والسلوك، ألا يكون عاجزاً عن سداد مديونيته، وأن يكون لديه خبرة في إحدى المجالات القانونية أو المحاسبية أو التمويلية أو مهارات الإدارة.

2.1.9 خصائص مجلس الإدارة:

تعتبر أهمية الخصائص التي يجب أن يتمتع بها مجلس الإدارة هي مقياس لأداء الشركة ودافع للقيام بالواجبات والمهام الموكلة إليه.

وتتمثل خصائص مجلس الإدارة في:

أ. تركيبة مجلس الإدارة مثل نسبة الأعضاء الخارجيين، وحجم مجلس الإدارة.

ب. إستقلالية لجان المجلس المتعلقة بكل من: المكافآت والترشيحات والتدقيق.

ت. فصل دور المدير التنفيذي عن دور رئيس المجلس.

ث. عدد مرات إجتماع مجلس الإدارة، فتزايد عدد مرات إجتماعاته يزيد فعالية دورة الإشرافي.

ج. تنوع المجلس، من خلال وجود خبرات متنوعة خاصة منه الخبراء الماليون. (يوسف، 2012).

ح. عدد أعضاء مجلس الإدارة.

خ. نسبة الأعضاء الخارجيين في مجلس الإدارة.

د. إزدواجية الوظيفة التنفيذية في مجلس الإدارة.

ذ. عدد السنوات التي قضاها العضو في عضوية مجلس الإدارة.

ر. عدد السنوات التي قضاها بصفته التنفيذية في مجلس الإدارة.

ز. عدد مرات دوران المدير المالي.

س. عدد إجتماعات مجلس الإدارة.(Khiari، 2013).

ويرى الباحث بأن خصائص مجلس الإدارة يمكن أن تتمثل في:

أ. عدد أعضاء مجلس الإدارة.

ب. نسبة الأعضاء الخارجيين.

ت. نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة.

ث. إزدواجية الوظيفة التنفيذية مع عضوية مجلس الإدارة.

ج. معدل دوران المدير المالي.

ح. عدد إجتماعات مجلس الإدارة.

2.1.10 أخلاقيات مجلس الإدارة:

زاد الإهتمام في الوقت الحاضر بأخلاقيات الإدارة، فبعد أن كانت الكفاءة هي الإهتمام الوحيد والربح هو الهدف الأساسي، أصبحت الأخلاقيات تحظى بالإهتمام إذ تشكل أخلاقيات العمل جزءاً رئيساً في صياغة النمو في الشركات، وبالتالي تم إعادة صياغة الأهداف والسياسات بطريقة تظهر المسؤولية الأخلاقية للشركات.

نظراً لأهمية السلوك الأخلاقي داخل الشركات ودوره الهام في تفعيل النظام الرقابي داخل الشركات، فقد أوصت العديد من الهيئات العلمية والمهنية المتخصصة بضرورة أن

يتواجد بالشركة دليل للسلوك الأخلاقي يركز على القيم الأخلاقية والنزاهة، ويجب أن يركز هذا الدليل أيضاً على ضرورة إلتزام العاملين بالقيم الأخلاقية التي تضمن حسن سمعة الشركة ومصداقيتها، مع ضرورة إلتزامهم بالقيم واللوائح، والتأكيد على أن يعمل العاملين على حماية معلومات الشركة وضمان سريتها، مع ضرورة منع العاملين من تلقي أي هدايا أو مبالغ نقدية من أي طرف خارجي بما قد يؤثر على معلومات الشركة، وفي نفس الوقت حظر قيام العاملين بالشركة بإعطاء أي رشاوى للغير. (سليمان، 2008، 150).

ويرى الباحث بأن الأخلاقيات هي بمثابة مرشد للسلوك، حيث تمثل تلك الأخلاقيات جوهر إطار العمل بالنسبة لمجلس الإدارة والشركة ككل، وبوجود الأخلاق يضمن كل من له علاقة بالشركة الحصول على المعلومات بكل شفافية ووضوح وأكثر إطمئنانية.

2.1.11 أهمية دور مجلس الإدارة:

تقتضي إدارة الشركة وجود هيئة إدارية تقوم بالمهام الإدارية إلى جانب الجمعية العامة التي تعتبر السلطة العليا في الشركة، لذا عهد المشرع بهذه المهمة إلى عدد قليل من الأشخاص ينتخبون من المساهمين ليكونوا مجلس إدارة الشركة الذي يعد الهيئة الرئيسية التي تتولى إدارة الشركة، ورسم سياستها تحت إشراف ورقابة الهيئة العامة للمساهمين. (خليل، 2011، 18).

ويرى الباحث بأن أهمية مجلس الإدارة يمكن أن تتمثل من خلال تنفيذ السياسات الموضوعة من الهيئة العامة والإشراف على أداء الشركة، بحيث يعتبر مجلس الإدارة هو المسؤول عن تحقيق المساواة والعدالة في الشركة وحماية المساهمين، ونمو الشركة وإستمراريتها.

2.1.12 لجان مجلس الإدارة:

ينبثق عن مجلس الإدارة نوعان دائمتان من اللجان وكما جاء في دليل قواعد حوكمة الشركات (الباب الثاني/ الفصل الثاني) هما: لجنة التدقيق ولجنة المكافآت والترشيحات.

إذ تتألف كل من اللجنتين من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين، ولا يقل عددهم عن ثلاثة أعضاء وعلى أن يكون اثنان منهم من الأعضاء المستقلين. كما يتحدد عمل اللجنتين من قبل مجلس الإدارة بحيث تقدم اللجنتان قراراتهما وتوصياتهما إلى مجلس الإدارة حول أعمالهما وتقريراً إلى إجتماع الهيئة العامة العادي السنوي للشركة.

أ. لجنة التدقيق:

يجب أن يتوافر لدى جميع الأعضاء الخبرة المالية والمحاسبية اللازمة، وتجتمع اللجنة بشكل دوري على أن لا يقل عدد إجتماعاتها عن أربعة إجتماعات في السنة.

ومن أهم مهامها التي تقوم بها ما يلي:

1. مناقشة الأمور المتعلقة بترشيح مدقق الحسابات الخارجي ومتابعة أعماله وملاحظاته
2. التوصية لمجلس الإدارة بالأمور المرتبطة بإجراءات الرقابة الداخلية والتدقيق الداخلي.

ب. لجنة المكافآت والترشيحات:

ومن أهم مهامها التي تقوم بها ما يلي:

1. التأكد من إستقلالية الأعضاء المستقلين بشكل مستمر.

2. إعداد السياسات الخاصة بمنح المكافآت والمزايا والحوافز والرواتب في الشركة ومتابعتها بشكل سنوي.

2.1.13 واجبات ومسؤوليات مجلس الإدارة:

أ. واجبات مجلس الإدارة:

مقابل السلطات الواسعة التي يتمتع بها أعضاء مجلس الإدارة، ألزمهم المشرع بالعديد من الالتزامات والواجبات، لذا يتولى مجلس الإدارة مهام ومسؤوليات إدارة أعمال الشركة ويقوم بإعداد الحسابات والتقارير المالية للشركة خلال مدة لا تزيد عن ثلاثة أشهر من إنتهاء السنة المالية، وبذل العناية اللازمة عند قيامهم بالأعمال الموكلة إليهم، فمن أهم واجبات عضو مجلس الإدارة بذل الجهد المطلوب لضمان تحقيق الهدف الذي تأسست الشركة من أجله، وذلك من خلال حضور جلسات المجلس، ومناقشة المواضيع التي تندرج في جدول أعماله، وبذل الجهد اللازم في مراقبة أعمال الشركة لتحقيق أهدافها وزيادة أرباحها.

ويلتزم مجلس الإدارة كذلك بإعطاء الأولوية في عملهم لتحقيق أهداف الشركة في حالة تعارضه مع هدف آخر ينوي أعضاء المجلس تحقيقه لمصلحتهم الشخصية، فلا يجب على عضو مجلس الإدارة أن يقدم مصلحته الشخصية على مصلحة الشركة، أو أن يستغل وظيفته في المجلس لتحقيق مكاسب شخصية له وإلا تعرض للمسؤولية. (الفليتي، 2010، 93).

ومن الواجبات الملقاة على عاتق المجلس أيضاً أن يقدم رئيس وأعضاء المجلس في أول إجتماع يعقده بعد انتخابه إقراراً خطياً بما يملكه هو وكل من زوجته وأولاده القاصرين

من أسهم في الشركة، وأسماء الشركات الأخرى التي يمتلك هو وزوجته وأولاده القاصرين حصصاً أو أسهماً فيها إذا كانت الشركة مساهمة في تلك الشركات الأخرى، وأن يقدم للمجلس أي تغيير يطرأ على هذه البيانات خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ وقوع التغيير، وهذا ما أشارت إليه المادة (138/أ) من قانون الشركات الأردني.

كما نصت المادة (143) من قانون الشركات الأردني أن لكل من رئيس وأعضاء مجلس الإدارة من الشركة مقابل السكن والمواصلات ونفقات السفر وغير ذلك بالإضافة إلى التبرعات والمكافآت والحوافز التي تدفعها الشركة خلال السنة المالية مفصلة، والجهات التي دفعت لها.

يعين مجلس الإدارة مديراً عاماً للشركة من ذوي الكفاءة ويحدد صلاحياته ومسؤولياته بموجب تعليمات يصدرها المجلس لهذه الغاية، ويشترط أن لا يكون مديراً لأكثر من شركة مساهمة عامة، المادة (153) من قانون الشركات الأردني.

كما أن قرارات مجلس الإدارة تصدر بالأكثرية المطلقة للأعضاء الذين حضروا الإجتماع، ويكون التصويت شخصياً، كما يجب أن لا تقل إجتماعات مجلس الإدارة عن ستة إجتماعات خلال السنة على أن لا ينقضي شهران دون إجتماع المجلس، ويبلغ المراقب بنسخة من الدعوة لأي إجتماع لمجلس الإدارة وهذا ما نصت علية المادة (155) من قانون الشركات الأردني.

ب. مسؤوليات مجلس الإدارة:

المسؤولية هي الميزان الذي توزن به تصرفات رئيس مجلس الإدارة وأعضائه عند إخلالهم بالواجبات الملقاة على عاتقهم عند توليهم إدارة الشركة، وبسبب إهمالهم في إدارة الشركة ففي هذه الحالة وغيرها تترتب عليهم المسؤولية، وبناءاً على ذلك فإن مسؤولية مجلس الإدارة بسبب إخلاله بواجبات إدارة الشركة قد تكون جنائية كأن يرتكب أحدهم تزويراً في بيانات الشركة، أو قد تكون مدنية تنتج عن أضرار يتسببها الإخلال بالواجبات الملقاة على عاتقهم في إدارة الشركة مثل إفشاء أسرار الشركة. (الحصان، 2007، 108).

وضعت منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية مبدأ خاصاً بمسؤوليات مجلس الإدارة والجزاءات التي توقع عليها عند مخالفتهم لهذه المسؤوليات. ومن المنطق عند التركيز على مسؤوليات أعضاء مجلس الإدارة أن يتضمن لإطار الحوكمة مجموعة من التعليمات ينبغي الأخذ بها من جانب الشركة تكفل المتابعة الفعالة لأعمال المجلس، ومن هذه التعليمات مراعاة أعضاء المجلس للمساواة في التعامل مع كافة المساهمين، وتوضيح خطط عمل الشركة والإفصاح عنها، وتوضيح نظام المكافآت، وضمان الشفافية في إختيار أعضاء المجلس بحيث يشترك كل المساهمين في الإختيار، وضرورة تعيين أعضاء مجلس الإدارة من غير موظفي الشركة والذي يطلق عليهم الأعضاء غير التنفيذيين. (منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية/ المبدأ الخامس، 1999، 32).

أ. المسؤولية المدنية لأعضاء مجلس الإدارة.

تتنوع الأخطاء المدنية التي قد تقع من رئيس وأعضاء مجلس الإدارة، كما يختلف الشخص المتضرر من هذه الأخطاء، وقد يكون المتضرر من الخطأ الشركة ذاتها عند مخالفة

الأعضاء للقيود المرسومة في القوانين أو في نظام الشركة ذاته، حيث يترتب على هذه المخالفة تحميل الشركة بأضرار مادية أو معنوية في سمعتها، كما يمكن أن يكون المتضرر من الخطأ الذي ارتكبه الأعضاء قلة من المساهمين فقط، او يمكن أن يكون تصرف أعضاء المجلس ضاراً بالغير. (الفليتي، 2010، 164).

أشارت المادة (159) من قانون الشركات الأردني إلى أنه يعتبر كل من رئيس وأعضاء مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة مسئولين عن التصرفات والأعمال التي يقومون بها عند مخالفتهم أحكام القانون ونظام الشركة وقرارات الهيئة العامة، أو إذا ارتكبوا في إدارتهم للشركة إهمالاً أو تقصيراً، أو إذا قاموا بإفشاء أسرار الشركة إلى أي مساهم أو إلى الغير.

ب. المسؤولية الجنائية لأعضاء مجلس الإدارة.

يتم مساءلة أعضاء مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة عن أخطائهم في مجال إدارة الشركة أو إخلالهم بالالتزامات المفروضة عليهم تجاه الشركة والمساهمين بصورة جزائية أحياناً، وذلك إذا ما أقدم رئيس المجلس أو أي عضو فيه على ارتكاب أفعال تشكل خرقاً لقواعد القوانين العقابية النافذة، وفي هذا الاتجاه حرصت العديد من قوانين الشركات ومنها قانون الشركات الأردني على مصلحة الشركة وغيرهم ممن يتعاملون معها على السواء، وهذا من شأنه أن يبعث على الارتياح والاطمئنان للتعامل مع الشركات والاستثمار بها، مما يحقق غاياتها التي وجدت من أجلها. (العتيبي، 2007، 24).

جاء في المادة (278) من قانون الشركات الأردني ما يؤكد المسؤولية الجنائية لأعضاء مجلس الإدارة في حالة قيامهم بما يوجب عليهم هذه المسؤولية، حيث يمكن تطبيقه على رئيس وأعضاء المجلس عند ارتكابهم تلك الأعمال.

2.1.14 إستقلالية مجلس الإدارة:

تشكل الإستقلالية أبرز محددات الخصائص النوعية لمجلس الإدارة، ويقصد بذلك إستقلالية المجلس عن الإدارة التنفيذية للشركة، ويكون الجزء الأكبر من أعضاء مجلس الإدارة ليسوا من ضمن المديرين التنفيذيين، بحيث يحدد قوة المجلس الإشرافية ودور أعضائه المستقلين في ضبط أداء الإدارة للعمل في إطار مصلحة حملة الأسهم وتعضيم قيمة الشركة، من خلال تقييد السلوك النفعي للإدارة. (يوسف، 2012).

ويرى الباحث بأن إستقلالية مجلس الإدارة يمكن أن تقاس من خلال نسبة الأعضاء الخارجيين في المجلس، وعدد الأعضاء الذين لديهم إزدواجية الوظيفة التنفيذية مع عضوية مجلس الإدارة، بحيث كلما زاد عدد الأعضاء الخارجيين وقلت إزدواجية الوظيفة التنفيذية مع عضوية مجلس الإدارة، زادت إستقلالية مجلس الإدارة.

2.1.15 الوصف القانوني لأعضاء مجلس الإدارة:

مجلس إدارة الشركة هو المسير لكل أعمالها والناطق بإسمها، وينتخب من أغلبية الشركاء، وترتيباً على ذلك فالتشريعات التي تعتبر مجلس الإدارة وكيلاً عن الجمعية العامة، تجيز لها أن تقيد من سلطات المجلس، أما التشريعات التي تعتبر مجلس الإدارة عضواً في

جسم الشركة لا وكيلاً عنها، وظيفته إدارتها وتصريف شؤونها، فإنها تطلق سلطة المجلس كي يقوم بمهامه بحرية وإستقلال. (بارود، 2010).

يعتبر أعضاء مجلس الإدارة وكلاء عن الشركة يربطهم بالشركة عقد الوكالة، وتكييفهم هذا نابع من اعتبارهم الشركة المساهمة عقداً وصفة الوكالة أطلقت على المدير المفوض سواءاً أكان مساهماً أم غير مساهم، كما يعتبر وكيلاً عن مجلس الإدارة عند قيامة بتنفيذ القرارات الصادرة عن مجلس الإدارة، وعند قيامة بأعمال الإدارة اليومية للشركة وتمثيلها أمام القضاء في حالة المنازعات. (المولى، 2010، 92).

2.1.16 نظرية الوكالة:

تكمن مشكلة الوكالة في إحتمالية الصراع على الأهداف الموجودة في العلاقة بين المساهمين والمدراء، فالمساهمون مالكو المنشأة والمدراء وكلاء لهم وحيث أن الملكية مستقلة عن السيطرة الإدارية، فأن مشكلة الوكالة تظهر من خلال سيطرة المدراء على المنشأة والعمل على إرضاء مصلحتهم الشخصية بدلاً من المساهمين، بوضع أهدافهم الشخصية فوق أهداف الشركة. (العامري، 2013، 37).

تقوم نظرية الوكالة على أساس النظر إلى الوحدة الاقتصادية بإعتبارهـــا مجموعـــة مـــن العلاقات التعاقدية بين الأطراف من ذوي المصالح فيها، إلا أنه ينبغي الإهتمـــام بالعلاقـــة بـــين الإدارة (الوكيل) والملاك (الأصيل)؛ نظراً للدور الرئيس للإدارة فـــي التـــأثير علـــى سياســـات الإختيار المحاسبي. (أبو فضة، 2009).

يترتب على الأخذ بهذه النظرية إعتبار مجلس الإدارة وكيلاً عن الشركة، يعمل بإسمها ولحسابها وينصرف إليها الحقوق والإلتزامات، دون أن يتحمل مجلس الإدارة أية مسؤولية في هذا المقام، طالما أن مجلس الإدارة يمارس سلطاته واختصاصاته في نطاق الحدود المقررة والنظام الأساسي للشركة، وبما يحقق مصلحتها. (خليل، 2011، 48).

ويرى حداد أنه يوجد عاملين لتخفيض حدة مشكلة الوكالة هما: قوى السوق وتكاليف الوكالة وفيما يلي تفصيل مختصر لهما:

أ. قوى السوق:

أحد قوى السوق هم المساهمون الرئيسيون، وقد بدأ هؤلاء المساهمون بالضغط على الإدارة من أجل القيام بعملها الصحيح، والمطالبة من خلال التصويت لإستبدال الإدارة في حال عدم تحقيق مصلحتهم وهي تعظيم القيمة السوقية.

ب. تكاليف الوكالة:

تشمل تكاليف الوكالة عملية رقابة سلوك الإدارة والتأكد من الأعمال غير الأخلاقية، وذلك من خلال ربط الحوافز المادية للمديرين بتعظيم القيمة السوقية للأسهم. (حداد، 2010، 27).

2.1.17 إنتهاء عضوية أعضاء مجلس الإدارة:

تنتهي عضوية العضو في مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة عند إنتهاء المدة المقررة لمجلس الإدارة، وهذه المدة هي أربع سنوات.

كما تنتهي العضوية والتي حددها قانون الشركات الأردني في المواد (163، 164، 165) بالحالات التالية: إستقالة العضو من مجلس الإدارة، فقدان أحد شروط العضوية، عزلة من قبل الهيئة العامة للشركة، أو بسبب حل مجلس الإدارة لسوء أوضاع الشركة المالية والإدارية.

2.2 المبحث الثاني: العوائد غير العادية للأسهم

سيتطرق الباحث في هذا المبحث إلى جزئيين: الأول يهتم بمفهوم وخصائص الأسهم وأهم طرق تقييمها، والثاني تقدير العائد المتوقع على الأسهم والمتمثلة في معدل العائد المتوقع والفعلي، ومعدل العائد غير العادي.

2.2.1 مقدمة:

نظراً لأهمية الأسواق المالية في تعظيم الثروة، إتجه العديد من المستثمرين إلى التداول في الأسواق المالية لزيادة ثروتهم، وذلك من خلال المساهمة في الشركات التي يتم تداول أسهمها في الأسواق المالية وعن طريق شراء أسهم في تلك الشركات، إذ تعتبر الأسهم أداة من أدوات حقوق الملكية في الشركة وأهم مصادر التمويل لها.

كما تعتبر الأسهم من أكثر الأوراق المالية إنتشاراً، فهي لا ترتب على الشركة المصدرة لها أي إلتزامات، فالمساهم لا يحصل على نصيبه من التوزيعات إلا إذا تحققت الأرباح وتقرر توزيعها وتم التوزيع فعلاً.

2.2.2 مفهوم الأسهم:

الأسهم عبارة عن صكوك قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية وتعطي الحق لحامله بالتصرف بها ويعتبر حاملها شريكاً في الشركة المساهم فيها، ويكون له قرار بقدر الأسهم التي يمتلكها، وتختلف حقوق حملة الأسهم بإختلاف نوع السهم الذي يحمله. (يوسف، 2008، 28).

كما تعرف الأسهم على أنها مستند يثبت حق صاحب الأسهم في ملكية جزء من رأس مال الشركة، لذلك فهو يمثل الملكية الأصلية في الشركة، وهو أيضاً أحد الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الآجل في الشركة. (سمية، 2010، 10).

وتعرف الأسهم أيضاً على أنها المشاركة في الملكية كونها تمثل حصة محددة في ملكية شركة مساهمة مثبتة بصكوك قانونية يمكن تداولها بيعاً وشراءاً في الأسواق المالية، ويمثل مجموع الأسهم نصيب مالكها من رأس مال الشركة. (أحمد، 2013، 60).

ويرى الباحث بأنه يمكن تعريف الأسهم بالحصة التي يقدمها المساهم عند الإستثمار في الشركة، ويمثل جزءاً من رأس المال الشركة ومصدر داخلي من مصادر التمويل طويلة الآجل، ويتمثل في شهادة قانونية تعطى للمساهم ليثبت بها حقه في الشركة.

2.2.3 خصائص الأسهم:

تمتاز الأسهم بمجموعة من الخصائص والتي تميزها عن غيرها من الأوراق المالية، ومن أهم تلك الخصائص:

أ. الأسهم تمثل أداة ملكية.

ب. إن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق.

ت. الأسهم صكوك قابلة للتداول، حيث يمكن نقل ملكيتها من شخص لآخر.

ث. حامل الأسهم يتحمل مقدار ما يمتلكه منها. (أحمد، 2013، 61).

ويرى الباحث بأن أهم خصائص الأسهم يمكن أن تتمثل في سهولة التداول بالنسبة لحاملها والشركة المصدرة لها، ومشاركة حاملها في إتخاذ القرارات والرقابة على أداء الشركة بسبب حقه في التصويت.

2.2.4 تقييم الأسهم:

تعتبر الأسهم من أهم ادوات الإستثمار لأنه على أساسها يتخذ المستثمر قراراته الإستثمارية.

إن تقييم الأسهم دائماً في تغير مستمر حيت يعتمد أكثر المحللين على إتجاه معين للسوق، بحيث يتوقعون أن يتجه السوق إلى إتجاه سلكه في تاريخ سابق ولكن التوقعات تأتي عكس ذلك، كما أن الأساس في تحرك سعر الأسهم دائماً هو العرض والطلب. (البراجنة، 2009، 34).

ومن أهم نماذج تقييم الأسهم هي: نموذج الخصم ونموذج نسبة السعر إلى الربحية.

أ. نموذج الخصم (نموذج جوردن، النمو الثابت):

يعد هذا النموذج أكثر نموذج مستخدم لتقييم الأسهم عن طريق تقييم التدفقات النقدية السنوية المتولدة عن السهم والتي تنمو بمعدل ثابت للفترة المستقبلية مؤثرة بذلك على القيمة الحقيقية للسهم العادي، ووفقاً لهذا النموذج فإنه إذا قيم سهم معين فإن سعره يمثل القيمة الحقيقية للسهم من وجهة نظر المستثمر للسهم الذي يمتلكه. (عبد الحكيم ومصطفى، 2010).

إذا كان السعر المتداول للسهم المعني (القيمة السوقية له) أكبر من سعره الحقيقي (العادل) هذا يعني أن السهم مقييم بأعلى من قيمته الأمر الذي يجعله فرصة مغرية للبيع، أما

إذا كان السعر المتداول للسهم المعني (القيمه السوقية له) أقل من سعره الحقيقي (العادل) هذا يعني أن السهم مقييم بأقل من قيمته الأمر الذي يجعله فرصة مغرية للمشتري. (الشنطي وشقر، 2007، 71).

ب. نموذج نسبة السعر إلى الربحية (المضاعف):

تشكل نسبة السعر إلى الربحية جزء من الممارسات اليومية للمستثمرين في سوق الأسهم، إذ تشير هذه النسبة في النشرات المتخصصة إلى نسبة السعر الحالي إلى ربحيته الحالية، في حين أن المستثمرين يكونوا أكثر اهتماماً بنسبة السعر إلى الربحية المستقبلية، ويجري أولاً تقدير ربحية السهم الواحد ثم تقدير نسبة السعر على الربحية لذلك السهم، ويمكن التوصل إلى السعر المستقبلي للسهم عن طريق ضرب الأرباح المقدرة (المتوقعة) في نسبة السعر إلى الربحية. (العامري، 2013، 514).

كما يوجد نماذج أخرى منها نموذج اللانمو ونموذج النمو المتغير، حيث أن نموذجي اللانمو والنمو الثابت لا يسمحان للتغير في معدلات نمو توزيعات الأرباح صعوداً أو هبوطاً، أما نموذج النمو المتغير فأنه يسمح لمعدلات نمو توزيعات الأرباح بالتغير. (حداد، 2010، 197).

2.2.5 قيم الأسهم:

إن للأسهم قيم تختلف بإختلاف الظروف الإقتصادية العامة أو الظروف الخاصة بالشركة ومستوى نجاحها. وأنواع قيم الأسهم هي:

أ. القيمة الأسمية:

تتمثل القيمة الأسمية في القيمة المثبتة على قسيمة السهم التي يتم على أساسها تسجيل رأس المال المدفوع، وتوضع القيمة الأسمية لأغلب الأسهم بأرقام منخفضة نوعاً ما مقارنة مع قيمتها السوقية.

ب. القيمة الدفترية:

تحدد القيمة الدفترية إستناداً إلى السجلات المحاسبية للشركة ويمكن حسابها بسهولة عن طريق قسمة حقوق المساهمين (حق الملكية) على عدد الأسهم العادية المصدرة، وتتغير هذه القيمة بإستمرار لإعتمادها على ربحية الشركة عامة وعلى الأرباح المحتجزة خاصة.

ج. القيمة السوقية:

تمثل القيمة السوقية للسهم السعر الذي تتداول به الأسهم العادية في سوق الأوراق المالية التي تتمثل بالسعر الذي يتم تحديده عند المتاجرة بالأسهم، وتحسب القيمة الأسمية لأسهم الشركة عن طريق ضرب سعر السوق للسهم العادي في عدد الأسهم المصدرة، وأفضل المؤشرات لتمثيلها الأسعار السائدة وحجم التداول للأسهم خلال مدة زمنية محددة.

د. القيمة الحقيقية:

تختلف القيمة الحقيقية للأسهم العادية عن قيمها السوقية المحددة في السوق المالية، ويعود سبب الإختلاف إلى الأحكام المستخدمة لتطوير القيمة الحقيقية التي قد لا تكون نفس أحكام المساهمين في السوق نفسها، فهي القيمة المعتمدة على تحليل المعلومات المالية حول شركة معينة. (العامري، 2013، 510).

2.2.6 معدل العائد الفعلي وكيفية قياسه:

وهي المكافأة التي يحصل عليها المستثمر تعويضاً عن فترة الانتظار والمخاطر المحتملة لرأس المال، معبراً عنها بنسبة مئوية من قيمة الاستثمار في بداية الفترة. (الصعيدي، 2011، 24).

إن عائد السهم هو الأرباح التي يمكن للمستثمر أن يحققها نتيجة إقتناء وشراء السهم سواءاً عند الاكتتاب أو في حالة الشراء من السوق. (عرفه، 2009، 18).

كما يوجد عدة طرق لإحتساب العائد الفعلي وهي:

1. طريقة العائد لفترة الإقتناء: حيث يتم قياس العائد لفترة واحدة فقط، إذ تفترض هذه الطريقة أن التوزيعات النقدية تتم في نهاية الفترة والمتمثلة في:

(التغير في السعر خلال الفترة + التوزيعات النقدية)/السعر في بداية الفترة.

2. طرق قياس العائد لعدة فترات:

أ. المعدل أو الوسط الحسابي: وهو عبارة عن مجموع العوائد مقسومة على عدد الفترات.

ب. المعدل أو الوسط الهندسي: لا تتجاهل هذه الطريقة تركيب الفوائد خلال الفترة المراد قياس عائدها.

ج. طريقة العائد الموزون(المخصوم): وهي عبارة عن معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية للتدفقات النقدية للداخل مساوية للتدفقات النقدية للخارج، حيث تسمى هذه الطريقة بمعدل العائد الداخلي للمشروع. (حداد، 2010، 129).

2.2.7 معدل العائد المتوقع:

يمثل العوائد المتوقع للأسهم المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها من أجل حيازة تلك الأسهم، إذ يمثل المكافأة التي يتمنى المستثمر الحصول عليها مستقبلاً لقاء تملكه للأسهم، إذ يعتمد على مقدار التغير في سعر السهم خلال فترة الإستثمار، وعلى التوزيعات من أرباح الأسهم. (الحلو، 2010، 44).

2.2.8 معدل العائد غير العادي:

يمثل العائد غير العادي، العائد الفعلي للسهم مطروحاً منه العائد المتوقع، وقد أشار (strong, 1992) إلى أن نموذج السوق يعد أكثر النماذج إنتشاراً لحساب العوائد غير العادية، وهذا ما تم إستخدامه في أغلبية الدراسات السابقة، وقد عمد الباحث على الإعتماد على نموذج السوق لحساب العوائد غير العادية للأسهم.

2.2.9 معدل العائد المتوقع مقابل المخاطر:

يرتبط عنصرا العائد والمخاطر معاً بعلاقة طردية، بمعنى أنه كلما ارتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد عالي على إستثماراته يجب عليه أن يعد نفسه لتحميل درجة أعلى من المخاطر والعكس صحيح، حيث يعتمد المستثمر عندما يتخذ قرار الإستثمار إلى المقارنة بين

العائد والمخاطر، ويتخذ قراره الذي يضمن له تحقيق أعلى عائد عند مستوى ثابت من المخاطر، أو تحقيق أقل مخاطر عند مستوى ثابت من العائد. (الزرقان، 2010، 86).

ويرى الباحث بأن علاقة العوائد المتوقعة بالمخاطر يمكن أن تتمثل في الفهم الأساسي لطبيعة الشركة المراد الإستثمار بها، وذلك من خلال نوع وحجم المخاطر التي تتعرض لها الشركة، بحيث إذا تم تحديد تلك المخاطر يستطيع المستثمر من خلال ذلك تحديد العائد الذي يريده مقابل تلك المخاطر.

2.2.10 معامل بيتا (β):

إن معامل بيتا (β) للسهم يمثل مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد السهم بالقياس للتغير الحادث في متوسط عوائد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية، وعليه إذا كان معامل بيتا للسهم مساوياً (واحد) فهذا يعني أن استجابة أو معدل التغير النسبي للعائد المتوقع لهذا السهم سيكون بنفس معدل التغير الحادث في عائد السوق بشكل عام، فإذا ما ارتفع أو انخفض عائد السوق بمقدار معين فإن عائد هذا السهم سيرتفع أو ينخفض بنفس القيمة. (موسى وصافي، 2009).

يعتبر معامل بيتا (β) مؤشراً لدرجة المخاطر السوقية (المخاطر المنتظمة) حيث يرتبط معه طردياً، فعند إرتفاع معامل بيتا يدل على إرتفاع مخاطر السوق والعكس صحيح، كما أن الأسهم التي تتأثر نتيجة للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق تكون دالة على أن معامل بيتا لها أكبر من واحد صحيح، في حين أن الأسهم التي لا تتأثر عندما يكون معامل بيتا لها أقل من واحد صحيح. (حداد، 2010، 152).

2.3 العلاقة بين مجلس الإدارة وعوائد الأسهم غير العادية

مما سبق ومن خلال الفصل الأول والثاني تم تقديم الهدف العام للدراسة وما يرتبط به من أهداف فرعية، وكذلك الفرضيات الأساسية للدراسة. وفي هذا الجزء سيعرض الباحث علاقة مجلس الإدارة قي تحقيق العوائد بشكل عام، والعوائد غير العادية بشكل خاص.

يعتبر مجلس الإدارة هو المسؤول أما المساهمين عن تحقيق أهداف الشركة، حيث يتمثل الهدف الرئيسي في تعظيم ثروة الملاك. إذ يلعب مجلس الإدارة دوراً هاماً في وضع ومراقبة وتنفيذ الإستراتيجيات التي تضمن تحقيق الأهداف المنشودة، كما يقوم مجلس الإدارة بمراقبة الأداء من أجل تحقيق النمو والتطور والإستمرارية. حيث يقوم مجلس الإدارة على إرضاء المساهمين وتلبية إحتياجاتهم وذلك من خلال تحقيق العائد المناسب لهم مقابل إستثمارهم في تلك الشركة، حيث يحتاج المستثمر إلى جانب القيم والمؤشرات المالية المستخرجة من القوائم المالية، إلى تحليل قيم ومؤشرات الأسهم السوقية، ومن أهم المؤشرات التي يحتاج أن يتعرف عليها المستثمر هو معدل العائد السوقي على الأسهم ومعدل العائد على حقوق المساهمين، حيث تعد هذه المؤشرات من أهم المؤشرات على فاعلية أداء مجلس الإدارة، والتي تطمح مجالس الإدارة إلى تحقيقها.

إن الإعلان عن الأرباح النقدية المتوقعة هي العامل الرئيسي الذي يعتمد علية المساهمون والمستثمرون من أجل تقييم سعر سهم الشركة في السوق، حيث تبنى التوقعات وبناءاً على المعلومات المتوفرة والمعلومات السابقة لتحقيق مقدار معين من الأرباح (متوقع)، وعند الإعلان عن تلك الأرباح الفعلية تأتي التوقعات عكس ما كان الكثير من المساهمين والمستثمرين يطمحون إلى تحقيقه (البراجنة، 2009، 34)، حيث ينشأ نتيجة لذلك ما يسمى

بالأرباح (العوائد) غير العادية والتي تمثل الفرق بين العائد المتوقع الذي كان يطمح المساهمون والمستثمرون لتحقيقه والعائد الفعلي الذي تم تحقيقه فعلياً، ويعود ذلك إلى عدم قيام الإدارة بتزويد المساهمين والمستثمرين بالمعلومات الازمة بشكل دقيق وبوقت مناسب، أو عدم حصول المساهمين والمستثمرين على تلك المعلومات من خلال السوق، أو قيام بعض الأشخاص بتسريب معلومات عن الأرباح قبل الإعلان عنها، وكل ذلك من أجل تقييم المساهمين والمستثمرين للأرباح المتوقعة وبالتالي لأسعار الأسهم المتوقعة.

وتشكل خصائص مجلس الإدارة تحديداً أهمية كبيرة في تحقيق العوائد، فعدد الأعضاء وعدد الإجتماعات لمجلس الإدارة تزيد درجة الأمان لدى المساهمين في أن مجلس الإدارة يقوم بأداء واجباته بشكل صحيح، أما وجود الأعضاء الخارجيين في مجلس الإدارة هي نوعاً ما تدل على الإستقلالية وبالتالي وجود دليل على أن مجلس الإدارة يقوم على المساواة بين جميع الأطراف المتعاملين معه، ووجود ملكية وإزدواجية تنفيذية للأعضاء في مجلس الإدارة هذا يعني أن المجلس يقوم بتحقيق الأهداف المطلوبة منه بشكل كبير لضمان تحقيق عوائد مناسبة، إذ أن عضو مجلس الإدارة الذي يشغل منصب إداري أو تنفيذي يكون من مصلحته تحقيق عائد عالي ومناسب للشركة، ومن مخاطر الإزدواجية هو قيام الأعضاء بتسريب بعض المعلومات عن الأرباح والتي قد تساعد في تحقيق العوائد غير العادية، أما بالنسبة للأعضاء الذين يمتلكون ملكية في الشركة فتكون الغاية لديهم العائد الذي يتوقع الحصول عليه من الأرباح (توزيعات الأرباح) دون النظر إلى حركة السوق والتقلبات التي تحدث به، أما زيادة معدل دوران المدير المالي خلال السنة هذا يعني على وجود قيود مفروضة على أداء المدير المالي من مجلس الإدارة أو غيرها وبالتالي وجود مستوى منخفض من الحوكمة، اما معدل

دوران المدير المالي الطبيعي (من سنة إلى سنتين) فهذا دليل على وجود مستوى عالي من الحوكمة وذلك لمنع التلاعب الذي قد يحدث.

يقوم بعض من مجالس الإدارة ومن خلال الخبرة في الأسواق المالية بتحقيق عوائد نتيجة لتداول أسهم بعض الشركات (شراء وبيع للأسهم) دون النظر إلى تحقيق الأهداف الآخرى للشركة، والتي تكون هذه العوائد ناتجة عن الأنشطة غير الرئيسية للشركة، وهذه العوائد غالباً ما تحقق عوائد غير عادية، وذلك من خلال تسريب المعلومات التي قد تساعد في تحقيقه، مما ينتج عن ذلك العوائد غير العادية والتي يعود تحقيقها إلى مجالس الإدارة في هذه الحالة، وبالتالي يمكننا القول بأنه إذا قام مجلس الإدارة بأداء دورة بشكل صحيح والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالشركة بكل صدق وموثوقية وبالوقت المناسب وعدم تسريب المعلومات عن الأرباح وتوزيعاتها فإن العوائد غير العادية ستنخفض وتكون نتيجة لتقلبات السوق وما ينتج عنه من عرض وطلب.

الفصل الثالث

منهجية الدراسة

3.1 مقدمة:

يهدف الباحث في هذا الفصل إلى توضيح المنهجية المتبعة في إجراء الدراسة، حيث سيبين هذا الفصل: أسلوب الدراسة، ومصادر جمع البيانات، ومجتمع وعينة الدراسة، ومتغيرات الدراسة، ومعادلة نموذج الدراسة.

3.2 الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة:

تم إستخدام برنامج الرزم الإحصائية للعلوم التربوية والاجتماعية (SPSS) في معالجة البيانات حيث تم حساب المتوسط الحسابي والإنحراف المعياري لجميع متغيرات الدارسة خلال فترة الدراسة وفيما يلي الأساليب الإحصائية المستخدمة:

1- الإحصاءات الوصفية: تتضمن الحد الأدنى والحد الأعلى لكل متغير، إضافة إلى المتوسط الحسابي والإنحراف المعياري، وقد طبق ذلك لكل سنة من سنوات الدراسة، خلال الفترة (2010-2013).

2- الإنحدار المتعدد بإسلوب التدرج (Stepwise) لإختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة المتمثلة (بعدد أعضاء مجلس الإدارة – نسبة الأعضاء الخارجيين منهم – نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة – عدد مرات دوران المدير المالي في الشركة – عدد أعضاء مجلس الإدارة الذين لهم وظيفة تنفيذية في الشركة – عدد مرات

الإجتماع لأعضاء مجلس الإدارة) كمتغيرات مستقلة، وبين معدل العائد غير العادي كمتغير تابع.

3- إستخدام أساليب التحويل لبعض متغيرات الدراسة نظراً لكون توزيع تلك المتغيرات غير طبيعي (حجم الشركة - عدد أعضاء مجلس الإدارة - عدد مرات الإجتماع لأعضاء مجلس الإدارة)، حيث تم أخذ اللوغاريتم الطبيعي واللوغاريتم العشري وغيرها من أساليب التحويل، كذلك للمواءمة بين المتغيرات حيث قيم بعضها بقيم كبيرة جداً، والأخرى بقيم صغيرة.

4- إختبار كولمجروف - سميرنوف One-Sample Kolmogorov-Smirnov لإختبار التوزيع الطبيعي للبيانات.

3.3 مصادر جمع البيانات:

إعتمد الباحث في جمع البيانات اللازمة لإجراء هذه الدراسة على التقارير المالية السنوية المدققة للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، وبيانات التداول اليومي والشهري لأسهم الشركات في السوق طول فترة الدراسة.

كما إعتمد الباحث أيضاً على عدد من المصادر المتمثلة في الكتب ودوريات وأبحاث ورسائل جامعية ودراسات ومقالات سابقة، ومن مواقع الإنترنت أيضاً، بالإضافة إلى منشورات وتعليمات وقوانين عدد من المنظمات والهيئات المحلية والدولية ذات الإختصاص المتعلقة بموضوع البحث.

3.4 مجتمع وعينة الدراسة:

طبقت هذه الدراسة على الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، والبالغة (73) شركة من الفترة 2010 إلى 2013. وقد قام الباحث بتطبيق الدراسة على (68) شركة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، حيث تم إستثناء (5) شركات لم تدخل في عينة الدراسة، (3) منها لم يستطع الباحث الحصول على البيانات الازمة لها حيث لم يتم الإفصاح عنها، وشركتان تحت التصفية.

نظراً لأن المعادلات المستخدمة في قياس المتغيرات تحتاج إلى بيانات متعددة عن متغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة، تم إستثناء بعض سنوات الشركات من العينة نظراً لعدم توفر البيانات عن متغيرات الدراسة، أو لتوقف الشركة عن النشاط (في السنة). ومن المشاهدات الت تم إستبعادها:

- الجنوب لصناعة الفلاتر 2013.
- سنيورة 2010.
- سبأ لصناعة المعادن 2010، 2011.
- إسمنت الشمالية 2010.
- الدولية للصناعات الخزفية 2012 ، 2013.
- الوطنية لصناعة وتكرير الزيوت النباتية 2013.

3.5 متغيرات الدراسة:

تتمثل متغيرات الدراسة في المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، حيث بلغ عدد المتغيرات المستقلة ستة متغيرات والمتمثلة في خصائص مجلس الإدارة، أما المتغير التابع

فهو العوائد غير العادية للأسهم، وفيما يلي توضيح مختصر للمتغيرات وكيفية الحصول عليها.

أ. **المتغيرات المستقلة (خصائص مجلس الإدارة):**

تتمثل خصائص مجلس الإدارة والتي تم الحصول عليها من التقارير المالية السنوية المدققة للشركات محل الدراسة في:

1. عدد أعضاء مجلس الإدارة (حجم المجلس): وقد قاسه الباحث بعدد الأعضاء التي يتكون منها مجلس الإدارة كل سنة.
2. نسبة الأعضاء الخارجيين (إستقلالية مجلس الإدارة): وقد قاسه الباحث بنسبة عدد الأعضاء الخارجيين إلى العدد الكلي لأعضاء مجلس الإدارة والذين لا يشغلون أي منصب إداري أو تنفيذي في الشركة، حيث تم إعتبار الأعضاء الذين يمثلوا شركات أخرى أعضاء خارجيين.
3. نسبة ملكية الأعضاء: وقد تم قياسه بنسبة قيمة الأسهم التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة إلى قيمة اسهم الشركة، وتم إستثناء ملكية الأعضاء الذين يمثلوا شركات أخرى بحيث يعتبروا موظفين في شركاتهم وليس ملاك.
4. إزدواجية الوظيفة التنفيذية مع عضوية مجلس الإدارة: وقد قاسه الباحث بعدد الأعضاء الذين يشغلون وظيفة تنفيذية أو إدارية إضافة لكونهم أعضاء في مجلس الإدارة.
5. عدد مرات دوران المدير المالي: وقد قاسه الباحث بعدد مرات تغيير المدير المالي سنويا.

6. عدد الإجتماعات (نشاط مجلس الإدارة): وتم قياسه بعدد الإجتماعات السنوية لمجلس الإدارة.

ب. المتغير التابع (العوائد غير العادية للأسهم):

يمثل العائد غير العادي العائد الفعلي مطروحاً منه العائد المتوقع، حيث تم الحصول على البيانات اللازمة من موقع بورصة عمان (جدول أهم النسب المالية، دليل الشركات، النشرة الإحصائية اليومية والشهرية).

ومن أجل إحتساب العوائد غير العادية للأسهم، تم أخذ فترة الإعلان عن الأرباح، ويوم الإعلان عنها، والذي سيسمى لغايات هذا البحث بيوم الحدث، حيث تم إحتساب العوائد غير العادية إعتماداً على نموذج السوق من خلال الأسلوب الذي قدمه (Strong, 1992).

تم إستخدام نموذج السوق لهذه الغاية لأنه يأخذ بالإعتبار العوامل المؤثرة على السوق ككل والمخاطر النظامية لكل سهم وذلك وفق المعادلات التالية:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad \ldots\ldots(1)$$

حيث أن:

AR_{it}: العائد غير العادي للسهم$_i$ (للشركة$_i$) في الفترة$_t$.

Rit: العائد الفعلي للسهم$_i$ (للشركة$_i$) في الفترة$_t$.

$E(R_{it})$: العائد العادي المتوقع للسهم$_i$ (للشركة$_i$) في الفترة$_t$.

2- حساب قيمة العائد الفعلي للسهم، والتي يتم حسابها بالمعادلة التالية:

$$\ldots\ldots(2) \quad R_{it} = \frac{dv + (P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}}$$

حيث أن:

R_{it} : العائد الفعلي للسهم$_i$ (للشركة$_i$) في الفترة$_t$.

P_{it} : سعر الإغلاق للسهم$_i$ (للشركة$_i$) في الفترة$_t$.

P_{it-1} : سعر الإغلاق للسهم$_i$ (للشركة$_i$) في الفترة السابقة للفترة$_t$.

dv : توزيعات السهم.

تم إستبعاد الأرباح الموزعة على الأسهم بسبب عدم وجود توزيعات أرباح شهرية لشركات عينة الدراسة.

لذلك لجأ الباحث لأخذ بيانات أسعار الأسهم ومؤشر السوق للفترة اللازمة في سنة 2009 وهي الفترة السابقة للسنة المالية 2010 (البيانات المالية للشهر الأخير من عام 2009).

3- حساب قيمة العائد المتوقع للسهم، والتي يتم حسابها بالمعادلة التالية:

$$E(R_{it}) = \alpha_0 + \alpha_1 Rm_t \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \quad (3)$$

حيث أن:

$E(R_{it})$: العائد العادي المتوقع للسهم$_i$ (للشركة$_i$) في الفترة$_t$.

Rm_t: عائد السوق في الفترة$_t$.

α_0: الحد الثابت في المعادلة والذي يمثل قيمة العائد المتوقع ولو كان عائد السوق صفراً.

α_1: ميل العائد المتوقع للسهم على عائد السوق، أو معدل تأثير عائد السوق على العائد المتوقع للسهم.

4- حساب معلمات النموذج السابق من البيانات الشهرية لنموذج السوق من خلال المعادلة التالية:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad .... (4)$$

R_{it}: العائد على السهم (الشركة$_i$) في الفترة$_t$

α_i : ثابت المعادلة للشركة *i* وهو الجزء من العائد الذي يتحقق، بغض النظر عن العلاقة بين عائد السوق وعائد السهم للشركة *i*

β_i : ميل العلاقة بين العائد على السهم R_{it} والعائد السوقي R_{mt}

R_{mt}: عائد السوق في الفترة$_t$.

3.6 معادلة نموذج الدراسة:

مما سبق يمكن للباحث تطوير معادلة نموذج الدراسة الذي تمكن الباحث من إختبار الفرضيات من خلال المعادلة التالية:

$$Y= \alpha_0 + \alpha_1X_1 + \alpha_2X_2 + \alpha_3X_3 + \alpha_4X_{4\,+} + \alpha_5X_5 + \alpha_6X_6 \; .... (5)$$

α_0: نموذج الدراسة.

X_1: عدد أعضاء مجلس الإدارة (حجم المجلس).

α_1: معدل التغير في العائد غير العادي عند التغير في X_1.

X_2: نسبة الأعضاء الخارجيين (إستقلالية مجلس الإدارة).

α_2: معدل التغير في العائد غير العادي عند التغير في X_2.

X_3: إزدواجية الوظيفة التنفيذية.

α_3: معدل التغير في العائد غير العادي عند التغير في X_3.

X_4: نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة.

α_4: معدل التغير في العائد غير العادي عند التغير في X_4.

X_5: عدد مرات دوران المدير المالي.

α_5: معدل التغير في العائد غير العادي عند التغير في X_5.

X_6: عدد إجتماعات مجلس الإدارة (نشاط المجلس).

α_6: معدل التغير في العائد غير العادي عند التغير في X_6.

الفصل الرابع

الدراسة التحليلية

4.1 المبحث الأول: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

سيتناول الباحث في هذا المبحث الإحصاءات الوصفية لكلاً من: عدد أعضاء مجلس الإدارة، ونسبة أعضاء مجلس الإدارة الخارجيين، ونسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة، وعدد الأعضاء الذين يملكون وظيفة تنفيذية في الشركة، وعدد مرات دوران المدير المالي، وعدد الإجتماعات لمجلس الإدارة، والعائد غير العادي، كما سيتناول الباحث تطور مؤشر المتوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة عير فترة الدراسة. وفيما يلي الجدول التالي الذي يبين الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (4.1) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة لكل مشاهدات العينة

المتغير	الحد الأدنى	الحد الأعلى	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
عدد أعضاء مجلس الإدارة	3	13	7.85	2.175
نسبة أعضاء مجلس الإدارة الخارجيين	.2000	1.0000	.898099	.1322491
نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة	0.0000	1.0000	.462610	.2668074
عدد أعضاء مجلس الإدارة الذين يملكون وظيفة تنفيذية في الشركة	0	5	.72	.848
عدد مرات دوران المدير المالي	0	3	.14	.408
عدد الإجتماعات	0	11	4.60	2.155
العائد غير العادي	-.07975	.19204	.0133570	.03596981

المصدر: إعداد الباحث

4.1.1 الإحصاءات الوصفية لعدد أعضاء مجلس الإدارة:

بلغ المتوسط الحسابي لعدد أعضاء مجلس الإدارة (7.85) وبإنحراف معياري (2.175)، حيث كان أقل عدد لأعضاء مجلس الإدارة (3) أعضاء في شركة رخام الأردن، وأعلى عدد بلغ (13) عضواً في شركة البوتاس العربية.

4.1.2 الإحصاءات الوصفية لنسبة أعضاء مجلس الإدارة الخارجيين:

بلغ المتوسط الحسابي لنسبة الأعضاء الخارجيين إلى العدد الكلي لأعضاء مجلس الإدارة (0.8909) وبإنحراف معياري (0.132249) وهي نسبة تعتبر مرتفعة لأنها تقترب من الواحد؛ أي أن هناك إستقلالية مرتفعة لأعضاء مجلس الإدارة في شركات العينة. وقد كانت هذه النسبة 100% في بعض الشركات أعلاه كما في البوتاس العربية والوطنية لإنتاج النفط والطاقة الكهربائية من الصخر الزيتي. في حين بلغت أقل نسبة لها 20% في الشركة الصناعية التجارية الزراعية.

4.1.3 الإحصاءات الوصفية لنسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة:

بين الجدول رقم (4.1) أن المتوسط الحسابي لنسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة من أسهم الشركة بلغ (0.46261) وبإنحراف معياري (0.2668)، حيث تراوحت هذه النسبة من عدم ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأية أسهم في هذه الشركات كما في شركة البوتاس العربية، إلى ملكية كاملة لأسهم الشركة كما في شركة رخام الأردن.

4.1.4 الإحصاءات الوصفية لعدد أعضاء مجلس الإدارة الذين يملكون وظيفة تنفيذية في الشركة:

يبين الجدول رقم (4.1) أن المتوسط الحسابي لعدد أعضاء مجلس الإدارة الذين لديهم إزدواجية وظيفية كأن يكون مدير تنفيذي إضافة لكونه عضو مجلس إدارة (0.72) وهو نسبة متدنية أي تقل عن عضواً واحداً للشركة وهو ما يشير إلى مؤشر جيد في إتجاه ممارسات حوكمة الشركات في هذه العينة. حيث كلما قلت نسبة الإزدواجية الوظيفية لأعضاء مجلس الإدارة كان مؤشراً على تطبيق أعلى للحوكمة. وقد بلغ الإنحراف المعياري لهذا المتغير (0.848) مما يعني تشتت أكبر لقيم هذا المتغير حول متوسطها الحسابي لأنه أكبر من المتوسط الحسابي.

وقد بلغت أدنى قيمة لهذا العدد (0)؛ أي عدم وجود أعضاء يمارسون الدورين معاً وكان ذلك كما بينت بيانات الدراسة في (114) مشاهدة من مشاهدات عينة الدراسة، في حين كان هناك (129) مشاهدة فيها عضو واحد فقط لديه هذه الإزدواجية، بينما كانت أعلى قيمة لعدد هؤلاء الأعضاء الذين لديهم إزدواجية الدور الوظيفي (5) أعضاء من أصل (7) أعضاء وكان ذلك في شركة الحياة للصناعة الدوائية.

4.1.5 الإحصاءات الوصفية لعدد مرات دوران المدير المالي:

بين المتوسط الحسابي لعدد مرات دوران المدير المالي في مشاهدات شركات عينة الدراسة كما يبينه الجدول رقم (4.1) أن قيمته بلغت (0.14) من المرة، وبإنحراف معياري قدره (0.408)؛ وهذا يعني أن هناك شبه إستقرار في دوران المدير المالي لتلك الشركات.

وقد بلغت أدنى قيمة له (0) مما يشير إلى إستقرار في عدم تغيير هذا المدير وهذا ما بينته تكرارات بيانات الدراسة التي أشارت إلى أن هذه القيمة متكررة في (231) مشاهدة بينما هناك تغيير مرة واحدة في (31) مشاهدة، وكانت أعلى قيمة لها (2) كما في شركة الصناعات البتروكيماوية الوسيطة.

4.1.6 الإحصاءات الوصفية لعدد إجتماعات مجلس الإدارة:

بينت نتائج تشغيل بيانات الدراسة أن المتوسط الحسابي لعدد الإجتماعات السنوية لأعضاء مجلس الإدارة قد بلغ (4.6) مرة سنوياً وبإنحراف معياري (2.155)؛ وهو ما يشير إلى مجالس إدارة غير نشطة نسبياً بالمتوسط لأن هذا يشير إلى إجتماع واحد كل نشاط معقول لهذه المجالس أي بمعدل مرة واحدة كل شهرين وثمانية عشر يوماً تقريبا.

ويرى الباحث أن هذه النسبة وإن كانت منخفضة (غير نشطة) تتناسب مع تعليمات دليل حوكمة الشركات الصادر عن هيئة الأوراق المالية.

وقد كانت أدنى قيمة لعدد تلك الإجتماعات (1) إجتماعاً واحداً سنوياً، كما في شركة مصانع الكرتون والورق الأردنية وهو برأي الباحث مخالف لتعليمات الحوكمة التي أقرتها هيئة الأوراق المالية في دليل حوكمة الشركات. بينما كان أعلى قيمة لعدد تلك الإجتماعات (11) إجتماعاً سنوياً وهو ما يدل على نشاط أعضاء مجلس إدارة تلك الشركات كما في شركة المتحدة لصناعة الحديد والصلب. ويرى الباحث بأن هذه الشركات نشطة ولديها مؤشر أعلى للحوكمة.

4.1.7 الإحصاءات الوصفية للعائد غير العادي:

وهو المتغير التابع في الدراسة حيث يبين الجدول رقم (4.1) أن المتوسط الحسابي لهذا المتغير بلغ (0.013357) وبإنحراف معياري (0.03597). فكلما كان العائد غير العادي عالياً في السوق كان ذلك مؤشراً على عدم قدرة السوق على عكس الأسعار التاريخية، والمعلومات المحاسبية المنشورة في أسعار الأسهم. ولقد بلغت أعلى قيمة لهذا المعدل (0.1204) في شركة الوطنية لصناعة الصلب.

ويرى الباحث أنه من المتوقع كلما كانت مؤشرات الحوكمة أعلى كلما قل تحقيق معدل العائد غير عادي للأسهم.

4.1.8 تطور مؤشر المتوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة عبر فترة الدراسة:

يبين الجدول رقم (4.2) حركة المتوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة خلال الفترة (2010-2013)؛ حيث يوضح أن عدد أعضاء مجلس الإدارة كانت أعلى قيمة له في سنة 2010 والتي بلغت (8.0625) عضواً وبدأ بالانخفاض إلى سنة 2013 حيث وصل هذا المتوسط (7.7077) عضواً، وقد ترافق هذا الإنخفاض مع إنخفاض متوسط عدد أعضاء مجلس الإدارة الخارجيين. وفيما يلي الجدول أدناه يبين حركة المتوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة:

جدول رقم (4.2) حركة المتوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة خلال الفترة (2010–2013)

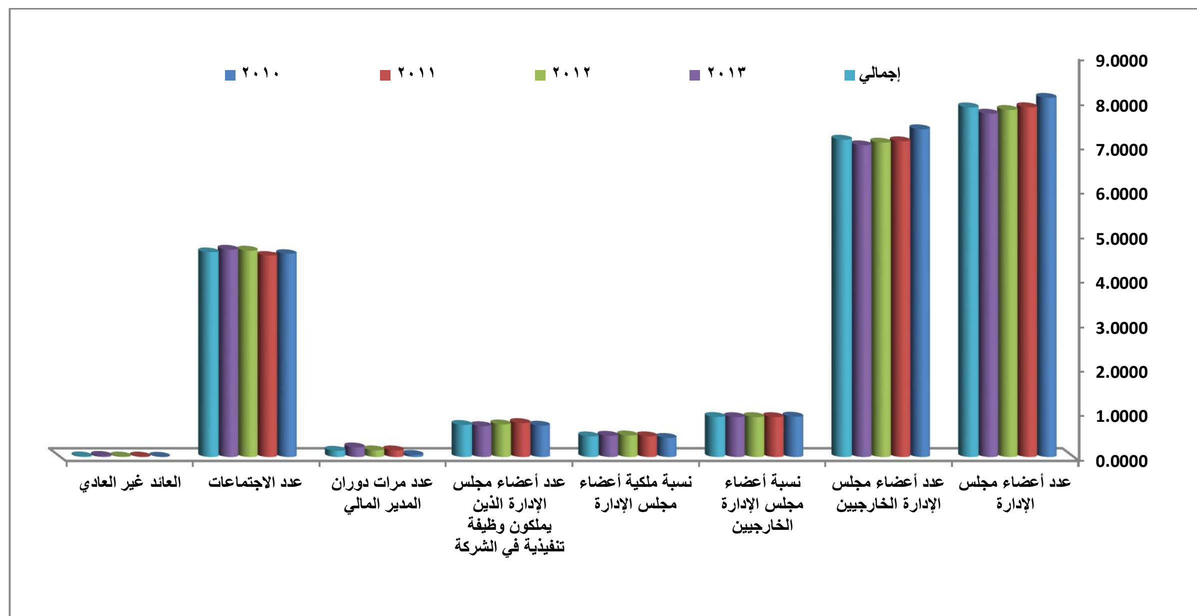
المتغير	2010	2011	2012	2013	إجمالي
عدد أعضاء مجلس الإدارة	8.0625	7.8507	7.7910	7.7077	7.8485
نسبة أعضاء مجلس الإدارة الخارجيين	0.9052	0.8952	0.8955	0.8952	0.8981
نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة	0.4285	0.4642	0.4836	0.4765	0.4626
عدد أعضاء مجلس الإدارة الذين يملكون وظيفة تنفيذية في الشركة	0.7031	0.7612	0.7313	0.6923	0.7197
عدد مرات دوران المدير المالي	0.0469	0.1493	0.1493	0.2154	0.1402
عدد الإجتماعات	4.5625	4.5224	4.6418	4.6615	4.6023

المصدر: إعداد الباحث

إلا أن هذا لم ينعكس بصورة واضحة على إنخفاض نسبة الأعضاء الخارجيين في مجلس الإدارة إلى إجمالي عدد الأعضاء الكلي لمجلس الإدارة في تلك الشركات، وهذا برأي الباحث مؤشر جيد على صحة ممارسات حوكمة الشركات في مشاهدات عينة الدراسة، إذ يجب أن تزيد هذه النسبة لكي تعبر عن إستقلالية مجلس الإدارة. ورغم تزايد نسبة تملك أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركات إلا أنه انخفض في سنة 2013 عن سابقته. كما يبين الجدول إنخفاض متوسط الأعضاء الذين يمتلكون وظيفة تنفيذية، وزيادة معدل دوران القائمين بمنصب المدير المالي، وزيادة نشاط (إجتماعات) مجلس إدارة تلك الشركات. وهو ما يوضحه أيضاً الرسم البياني في الشكل التالي:

الشكل رقم (4.1) رسم بياني لتطور المتوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة خلال الفترة

(2013-2010)



المصدر: إعداد الباحث

4.2 المبحث الثاني: الإختبار الإحصائي لفرضيات الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة فقد صاغ الباحث ست فرضيات تبين العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة كمتغيرات مستقلة والعائد غير العادي كمتغير تابع. ولذلك إستخدم الباحث تحليل الانحدار المتعدد لإختبار هذه الفرضيات التي تبين هذه العلاقة والتي يمثلها النموذج الموضح في الشكل رقم (1.1).

4.2.1 خطوات إختبار الفرضيات:

لبيان نتائج إختبار هذه الفرضيات تم إتباع الخطوات التالية:

1. التأكد من توفر متطلبات تطبيق نموذج الإنحدار المتعدد:

أ- عدد الحالات: بينت العديد من المراجع الإحصائية أن إستخدام الإنحدار المتعدد بطريقة التدرج يتطلب عدد من المشاهدات (الحالات Cases) تقدر بعشرة أضعاف عدد المتغيرات المستقلة على الأقل، وهذا ما يتوفر في هذه الدراسة إذ يتضمن النموذج ستة متغيرات مستقلة في حين أن عدد المشاهدات 264 مشاهدة.

ب- التوزيع الطبيعي للبيانات: للتحقق من التوزيع الطبيعي لبيانات الدراسة فقد تم إستخدم إختبار كولمجروف - سميرنوف للتوزيع الطبيعي للبيانات One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test، حيث يبين الجدول (4.3) أن قيم مستوى المعنوية لمتغيرات الدراسة كلها أقل من (0.05)، وهذا يدل على عدم توزع بيانات المتغيرات توزع طبيعي.

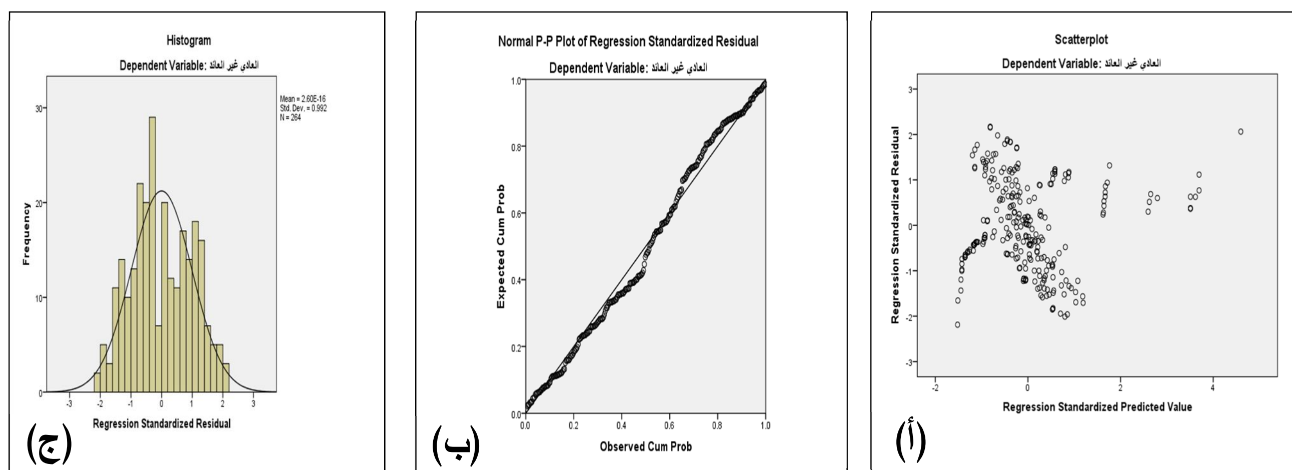
ولكن نظراً لكبر حجم العينة فإن توزع هذه البيانات رغم عدم توزعه بشكل طبيعي إلا أنه سيقترب من الطبيعي وهذا ما يوضحه الشكل رقم (4.2/ج).

جدول رقم (4.3) إختبار كولمجروف – سميرنوف للتوزيع الطبيعي للبيانات

البيان	عدد الأعضاء	نسبة الأعضاء الخارجيين	عدد الأعضاء التنفيذيين	نسبة ملكية الأعضاء	مرات دوران المدير المالي	عدد إجتماعات المجلس	العائد غير العادي
فروق مطلقة	0.195	0.260	0.279	0.068	0.509	0.162	0.138
فروق موجبة	0.134	0.260	0.279	0.068	0.509	0.160	0.138
فروق سالبة	−0.195	−0.252	−0.207	−0.067	−0.366	−0.162	−0.076
إختبار t	0.195	0.260	0.279	0.068	0.509	0.162	0.138
مستوى المعنوية	0.000	0.000	0.000	0.005	0.000	0.000	0.000

المصدر: إعداد الباحث

الشكل رقم (4.2) تجانس البواقي وخطية العلاقة وشكل توزيع البيانات



المصدر: إعداد الباحث

ج- تجانس البواقي: والذي يوضحه الشكل (4.2/أ) حيث يبين الشكل عدم توزع بواقي البيانات على القيم المتنبأ بها معيارياً بشكل محدد مما يدل على تجانس البواقي.

د- خطية العلاقة: حيث يبين الشكل رقم (4.2/ب) تجمع النقاط حول خط مستقيم مما يدل على خطية العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

ه- إستقلالية المتغيرات المستقلة عن بعضها البعض: حيث يبين الجدول رقم (4.4) علاقة الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، وبين المتغيرات المستقلة مع بعضها البعض، حيث يتبين منه

الجدول رقم (4.4) مصفوفة الإرتباط بين متغيرات الدراسة

المتغيرات	العائد غير العادي	عدد أعضاء مجلس الإدارة	نسبة أعضاء المجلس الخارجيين	عدد أعضاء المجلس التنفيذيين	نسبة ملكية أعضاء المجلس	عدد مرات دوران المدير المالي	عدد إجتماعات أعضاء المجلس
العائد غير العادي	1.000	-0.09	**-0.54	**0.72	**-0.45	-0.003	**-0.58
عدد أعضاء مجلس الإدارة		1.00	*0.13	-0.07	*0.11	**0.14	***0.15
نسبة أعضاء المجلس الخارجيين			1.00	**-0.53	**0.21	-0.01	**0.43
عدد أعضاء المجلس التنفيذيين				1.00	**-0.38	-0.05	**-0.44
نسبة ملكية أعضاء المجلس						-0.03	**0.47
عدد مرات دوران المدير المالي						1.00	0.01
عدد إجتماعات أعضاء المجلس							1.00

المصدر: إعداد الباحث. (**) تشير إلى معنوية الارتباط عند $\alpha \leq 0.01$، بينما تشير (*) إلى معنوية الارتباط عند $\alpha \leq 0.05$.

إن معامل الإرتباط بين المتغير التابع (العائد غير المتوقع) والمتغيرات المستقلة كلها معاملات إرتباط معنوية عند مستوى معنوية (0.01) بإستثناء متغير حجم المجلس متثملاً بعدد أعضائه الذي بلغ معامل الارتباط بينهما (-0.09) وهو معامل ارتباط سالب ومنخفض جداً لكنه غير دال إحصائياً؛ أي أنه راجع للصدفة.

بينما كانت أعلى درجة ارتباط بينه وبين عدد أعضاء المجلس التنفيذيين التي بلغت (0.72)، بينما كانت معاملات الإرتباط بينه وبين بقية المتغيرات سالبة معنوياً وكانت أقل قيمة لها مع عدد مرات دوران المدير المالي والتي بلغت درجة الارتباط بينهما (-0.003).

بينما يبين الجدول أعلى درجة إرتباط بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض والتي بلغت (-0.53) وهي درجة منخفضة نسبياً والتي تربط بين عدد الأعضاء التنفيذيين في المجلس، ونسبة الأعضاء الخارجيين في المجلس.

ومنه يتضح عدم وجود معاملات إرتباط بين المتغيرات المستقلة مرتفعة؛ أي تفوق الــ (0.90) مما يدل على عدم إنتهاك بيانات الدراسة لمتغير إستقلالية المتغيرات المستقلة، وبالتالي لا توجد مشكلة إزدواج خطي بين المتغيرات المستقلة.

2- إختبار صلاحية النموذج:

لكي يتم إستخدام الإنحدار المتعدد والوصول لنموذج نهائي نقوم بإدخال وإخراج المتغيرات التي تحسن النموذج للوصول إلى أفضل نماذج إنحدار طبقاً لنتائج التشغيل كما يوضحه الجدول رقم (4.5)، حيث يتبين أن:

جدول رقم (4.5) صلاحية نموذج الدراسة وفق معامل الإرتباط ومعامل التفسير

النموذج	معامل الارتباط	معامل التفسير	معامل التفسير المعدل	الخطا المعياري للتقدير
الأول	0.718	.515	.513	.025
الثاني	0.775	.600	.597	.023
الثالث	0.783	.613	.609	.023
الرابع	**0.789**	**.623**	**.617**	**.023**

المصدر: إعداد الباحث

قيمة معامل الإرتباط الكلي للنموذج الرابع مع المتغيرات المستقلة بلغ (0.789) مما جعل معامل التفسير لهذا النموذج أعلى من معامل التفسير للنماذج الثلاثة السابقة له، حيث بلغ

(0.623)؛ أي أن المتغيرات المستقلة الواردة في النموذج وحسب المعادلة رقم (5) يمكنها تفسير 62.3% من التغير الذي يحصل في المتغير التابع وهو العائد غير العادي، وباقي التغير يرجع إلى متغيرات أخرى غير مدروسة. وهو يعتبر معامل تفسير جيد في حقل العلوم الإجتماعية. وهذا يعني صلاحية النموذج لتفسير التغير الذي يحصل في المتغير التابع من خلال التغير في المتغيرات المستقلة. وما يؤكد ويدعم هذه النتيجة جدول صلاحية النموذج وفق إختبار (F) في الجدول رقم (4.6) الذي يختبر العلاقة ($\alpha_i = 0$) فيما لو أن هناك متغير مستقل واحد على له معامل يختلف عن الصفر.

جدول رقم (4.6) صلاحية النموذج وفق إختبار (F) من جدول تحليل التباين

النموذج		مربع الأخطاء	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة F	مستوى المعنوية
الأول	الإنحدار	.180	1	.180	278.540	0.000
	البواقي	.169	262	.001		
	الإجمالي	.349	263			
الثاني	الإنحدار	.210	2	.105	195.912	0.000
	البواقي	.140	261	.001		
	الإجمالي	.349	263			
الثالث	الإنحدار	.214	3	.071	137.310	0.000
	البواقي	.135	260	.001		
	الإجمالي	.349	263			
الرابع	الإنحدار	.218	4	.054	106.993	0.000
	البواقي	.132	259	.001		
	الإجمالي	.349	263			

المصدر: إعداد الباحث

إذ يبين الجدول رقم (4.6) أن قيمة F للنموذج الرابع هي الأعلى بين النماذج الأربعة، مما يعني أفضليته عن النماذج الثلاثة السابقة. ونظراً لقيمة ($F = 106.993$) التي يقابلها مستوى معنوية (0.000) يمكن للباحث رفض فرضية العدم السابقة بأن ($\alpha_i = 0$)، وهذا بدوره يبين أن هناك على الأقل متغير مستقل واحد له معامل تأثير على العائد غير العادي يختلف عن الصفر؛ أي له تأثير على المتغير التابع. ومن أجل معرفة أي من هذه المتغيرات المستقلة له تأثير على المتغير التابع نتبع الخطوة التالية.

3- معاملات تأثير المتغيرات المستقلة:

يبين الجدول رقم (4.7) أن هناك أربعة متغيرات مستقلة تؤثر على المتغير التابع (العائد غير العادي)، في حين بينت النتائج أن هناك متغيرين لا يؤثران في العائد غير العادي. وبناءاً عليه يمكن للباحث تفسير مخرجات الجدول بما يلي:

جدول رقم (4.7) معاملات تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع ومعنويتها

المتغيرات المؤثرة	قيمة معامل التأثير	قيمة t	مستوى المعنوية
الحد الثابت (α_0)	.056	6.351	.000
عدد أعضاء مجلس الإدارة الذين يشغلون وظيفة تنفيذية (α_3)	.021	10.041	.000
عدد إجتماعات أعضاء مجلس الإدارة (α_6)	-.019	-5.183	.000
نسبة أعضاء مجلس الإدارة الخارجيين (α_2)	-.027	-3.206	.002
نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة (α_4)	-.015	-2.611	.010
المتغيرات المستبعدة من النموذج			
عدد أعضاء مجلس الإدارة (α_1)	.013	0.323	.747
عدد مرات دوران المدير المالي (α_5)	.022	0.576	.565

المصدر: إعداد الباحث

4.2.2 إختبار الفرضية الأولى المتعلقة بعدد أعضاء مجلس الإدارة:

بينت نتائج إختبار الفرضيات الواردة في الجدول (4.7) أن قيمة معامل التأثير لحجم مجلس الإدارة متمثلاً بعدد الأعضاء فيه على العائد غير العادي (α_1= 0.013)، حيث بلغت قيمة t لهذا المعامل (t= 0.323) ومقابل مستوى معنوية (0.747)، وهي أكبر من مستوى الدلالة (0.05) وبالتالي تقبل الفرضية العدمية بأن معامل تأثير حجم مجلس الإدارة ممثلاً بعدد أعضائه لا يختلف عن الصفر (α_1 = 0)؛ أي أن عدد أعضاء مجلس الإدارة لا يؤثر في العائد غير العادي.

وبناءاً عليه يمكن قبول فرضية الدراسة الأولى بأنه لا توجد علاقة بين كل من عدد أعضاء مجلس الإدارة وتحقيق عائد غير عادي في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي.

ويرى الباحث بأن كبر حجم المجلس أو صغره لا يؤثر على العوائد غير العادية، وذلك لأن مجلس الإدارة يقوم بالواجبات والمهام نفسها إن كان حجمه صغير أو كبير.

4.2.3 إختبار الفرضية الثانية المتعلقة بإستقلالية مجلس الإدارة ممثلاً بنسبة أعضاء مجلس الإدارة الخارجيين إلى إجمالي الأعضاء:

بينت نتائج إختبار الفرضيات الواردة في الجدول (4.7) أن قيمة معامل تأثير نسبة الأعضاء الخارجيين إلى إجمالي عدد أعضاء المجلس قد بلغت (α_2 = − 0.027) وهي ما تشير لعلاقة عكسية بين إستقلالية مجلس الإدارة ممثلا بنسبة أعضاء مجلس الإدارة الخارجيين إلى إجمالي الأعضاء والعائد غير العادي، وقد بلغت قيمة t (t= − 3.206) مقابل مستوى

معنوية (0.002)، وهي أقل من مستوى الدلالة (0.05) وبالتالي ترفض الفرضية العدمية لهذا المتغير وتقبل الفرضية البديلة التي يعبر عنها بـــ ($\alpha_2 \neq 0$).

وبناءاً عليه يمكن رفض فرضية الدراسة الثانية التي تنص على أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة أعضاء مجلس الإدارة الخارجيين إلى إجمالي الأعضاء و العوائد غير العادية للأسهم. وبالتالي هناك علاقة عكسية بينهما، بحيث أن زيادة عدد الأعضاء الخارجيين نسبة للعدد الكلي تؤدي إلى تخفيض العائد غير العادي. ويمكن القول أن زيادة نسبة الأعضاء الخارجيين لعدد أعضاء مجلس الإدارة بدرجة واحدة ستؤدي إلى تخفيض العائد غير العادي بـــ (0.027) من الدرجة.

ويرى الباحث بأن الأعضاء الخارجيين لا تربطهم أي صلة بالشركة (مصلحة شخصية)، وبالتالي ليس من مصلحتهم تسريب أي معلومات عن الشركة وتوزيعاتها والتي تؤدي إلى تحقيق العوائد غير العادية.

4.2.4 إختبار الفرضية الثالثة المتعلقة بإزدواجية الوظيفة التنفيذية ممثلاً بعدد أعضاء مجلس الإدارة الذين يشغلون وظيفة تنفيذية:

بينت نتائج إختبار الفرضيات الواردة في الجدول (4.7) أن قيمة معامل تأثير متغير إزدواجية الوظيفة التنفيذية للأعضاء في العائد غير العادي قد بلغ ($\alpha_3 = 0.021$)، حيث بلغت قيمة t ($t = -10.041$) مقابل مستوى معنوية (0.000)، وهي أقل من مستوى الدلالة (0.05) وبالتالي ترفض الفرضية العدمية لهذا المتغير وتقبل الفرضية البديلة التي يعبر عنها بـــ ($\alpha_3 \neq 0$).

وبناءاً عليه يمكن رفض فرضية الدراسة الثالثة التي تنص على أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إزدواجية الوظيفة التنفيذية لعضو مجلس الإدارة و العوائد غير العادية للأسهم، وبالتالي قبول الفرضية البديلة؛ أي أن هناك علاقة طردية بينهما، فكلما زاد عدد الأعضاء في مجلس الإدارة ممن يشغلون منصباً تنفيذياً بدرجة واحدة أدى ذلك لزيادة العائد غير العادي بـــ (0.021).

ويرى الباحث بأن مجلس الإدارة الذي يمتلك أعضاء لديهم إزدواجية في الوظيفة التنفيذية قد يقومون بتسريب بعض المعلومات التي بدورها قد تحقق عوائد غير عادية.

4.2.5 إختبار الفرضية الرابعة المتعلقة بنسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة:

بينت نتائج إختبار الفرضيات الواردة في الجدول (4.7) أن قيمة معامل تأثير نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة في العائد غير العادي قد بلغت ($\alpha_4 = -0.015$) وهي ما تشير لعلاقة عكسية بين نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة والعائد غير العادي، حيث بلغت قيمة t ($t= -2.611$) مقابل مستوى معنوية (0.01)، وهي أقل من مستوى الدلالة (0.05) وبالتالي ترفض الفرضية العدمية لهذا المتغير وتقبل الفرضية البديلة التي يعبر عنها بـــ ($\alpha_4 \neq 0$).

وبناءاً عليه يمكن رفض فرضية الدراسة الرابعة التي تنص على أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة والعوائد غير العادية للأسهم. وبالتالي هناك علاقة عكسية بينهما، بحيث أن زيادة نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة يؤدي إلى تخفيض العائد غير العادي. ويمكن القول أنه كلما إزدادت نسبة ملكية

أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة أدى ذلك لتخفيض العائد غير العادي (زيادة النسبة درجة واحدة ستؤدي إلى تخفيض العائد غير العادي بـــ (0.027) من الدرجة).

ويرى الباحث بأن الأعضاء الذين يمتلكون ملكية في الشركة يكون الهدف لديهم هو الحصول على نسبة ثابتة من التوزيعات، ولا تكون لديهم النية في بيع أو شراء أسهم جديدة في الشركة، وبالتالي ليس من مصلحتهم تسريب المعلومات التي بدورها تؤدي إلى تحقيق عوائد غير عادية.

4.2.6 إختبار الفرضية الخامسة المتعلقة بدوران المدير المالي:

بينت نتائج إختبار الفرضيات الواردة في الجدول رقم (4.7) أن عدد مرات دوران المدير المالي لا يؤثر في العائد غير العادي. فقد بلغت قيمة معامل التأثير لهذا المتغير في العائد غير العادي ($\alpha_1 = 0.22$)، حيث بلغت قيمة t لهذا المعامل ($t = 0.576$) ومقابل مستوى معنوية (0.565)، وهي أكبر من مستوى الدلالة (0.05) وبالتالي تقبل الفرضية العدمية بأن معدل دوران المدير المالي لا يختلف عن الصفر ($\alpha_5 = 0$)؛ أي أن عدد مرات دوران المالي سنوياً لا يؤثر في العائد غير العادي.

وبناءاً عليه يمكن قبول فرضية البحث بأنه لا توجد علاقة بين ذات دلالة إحصائية بين عدد مرات دوران المدير المالي والعوائد غير العادية للأسهم في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي.

ويرى الباحث بأن المدير المالي لا يمتلك معلومات إن قام بتسريبها تؤدي إلى تحقيق عوائد غير عادية.

4.2.7 إختبار الفرضية السادسة المتعلقة بنشاط مجلس الإدارة ممثلاً بعدد الإجتماعات السنوية لمجلس الإدارة:

بينت نتائج الإختبارات الإحصائية وجود أثر ذو دلالة إحصائية لنشاط مجلس الإدارة ممثلاً بعدد الإجتماعات السنوية للمجلس في العوائد غير العادية، حيث يبين الجدول (4.7) أن قيمة معامل التأثير لمتغير عدد الإجتماعات السنوية بلغ ($\alpha_6 = -0.019$) وهي ما تشير لعلاقة عكسية بين نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة والعائد غير العادي، حيث بلغت قيمة t ($t= -5.183$) مقابل مستوى معنوية (0.000)، وهي أقل من مستوى الدلالة (0.05) وبالتالي ترفض الفرضية العدمية لهذا المتغير وتقبل الفرضية البديلة التي يعبر عنها بـــ ($\alpha_6 \neq 0$).

وبناءاً عليه يمكن رفض فرضية الدراسة السادسة التي تنص على أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عدد إجتماعات مجلس الإدارة والعوائد غير العادية للأسهم. وبالتالي هناك علاقة عكسية بينهما، بحيث أن زيادة نشاط المجلس من خلال زيادة عدد الإجتماعات التي يعقدها سنوياً ستؤدي لتخفيض العائد غير العادي.

ويرى الباحث أنه كلما إزدادت الإجتماعات السنوية لمجلس الإدارة في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي أدى ذلك لتخفيض العائد غير العادي؛ لأن زيادة الإجتماعات تؤدي إلى تخفيض المخاطر وبالتالي زيادة رقابة مجلس الإدارة.

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

5.1 النتائج

يخلص الباحث من خلال عرضه للفصول السابقة وبعد إجراء التحليل الإحصائي اللازم إلى النتائج التالية:

1- توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين عدد أعضاء مجلس الإدارة والعائد غير العادي للأسهم في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي.

2- توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية (سالبة) بين نسبة الأعضاء الخارجيين في مجالس الإدارة والعائد غير العادي للأسهم في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي.

3- توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية (موجبة) بين إزدواجية الوظيفة التنفيذية لأعضاء مجالس الإدارة والعائد غير العادي للأسهم في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي.

4- توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية (سالبة) بين نسبة ملكية أعضاء مجالس الإدارة للأسهم والعائد غير العادي للأسهم في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي.

5- توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين معدل دوران المدير المالي والعائد غير العادي للأسهم في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي.

6- توصلت الدارسة إلى وجود علاقة عكسية (سالبة) بين عدد الإجتماعات السنوية لأعضاء مجالس الإدارة والعائد غير العادي للأسهم في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي.

5.2 التوصيات:

بناءً على ما سبق من نتائج يمكن للباحث أن يوصي بالتوصيات التالية:

1. فصل الوظائف التنفيذية عن مجالس الإدارة لكي تشكل بذلك رقابة على الإدارات التنفيذية، مما يضمن حقوق أصحاب المصالح والأطراف الأخرى.
2. زيادة عدد الإجتماعات السنوية لمجالس إدارة الشركات المساهمة الصناعية العامة المدرجة في سوق عمان المالي بما يتوافق مع قانون الشركات الأردني بحيث لا يقل عن إجتماع كل شهرين بحد أدنى، وذلك لأن تأجيل الإجتماعات قد يجعل المشاكل تتراكم أكثر، وقد يقلل الرقابة على الإدارات التنفيذية مما قد يضر بمصالح الملاك.
3. إجراء المزيد من البحوث والدراسات على خصائص مجالس الإدارة والعواد غير العادية للأسهم بالتطبيق على قطاعات أخرى غير قطاع الصناعة.
4. إجراء المزيد من البحوث والدراسات على العلاقة بين تركيبة الملكية والعوائد غير العادية للأسهم في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي.
5. تعديل التشريعات بما يلزم الشركات بزيادة الأعضاء من المساهمين (تركيبة الملكية) وزيادة الأعضاء الخارجيين في مجلس الإدارة، مما يضفي درجة تحكم مؤسسي مرتفعة والتي تؤدي بدورها إلى تخفيض العوائد غير العادية كما جاء في نتيجة إختبار الفرضية الرابعة، وإختبار الفرضية الثانية.

المراجع

المراجع العربية:

الكتب:

1- أحمد، إبراهيم السيد (2010). **حوكمة الشركات ومسؤولية الشركات غير الوطنية وغسيل الأموال**، الدار الجامعية: القاهرة، مصر.

2- آل علي خان، عمار حبيب جهلول (2011). **النظام القانوني لحوكمة الشركات**، دار الكتب القانونية، ط(1): القاهرة، مصر.

3- حداد، فايز سليم (2010). **الإدارة المالية**، دار الحامد للتوزيع والنشر، ط(3): عمان، الأردن.

4- الحصان، إياد عدنان محمد (2007). **إدارة الشركة المساهمة العامة**، مطبعة الروزنا، عمان، الأردن.

5- الخطيب، محمد (2008). **تطوير كفاءة مجالس الإدارة في العالم العربي**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

6- الدرمكي، سالم محمد (2008). **النظام القانوني لمجلس إدارة شركات المساهمة العامة في سلطنة عمان**، دار النهظة العربية، القاهرة، مصر.

7- الزرقان، صالح طاهر (2010). **العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم**، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، ط(1): عمان، الاردن.

8- سليمان، محمد مصطفى (2008). **حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين**، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.

9- الشنطي، أيمن، وشقير، هامر (2007). **مقدمة في الإدارة والتحليل المالي**، دار البداية للنشر والتوزيع، ط(1): عمان، الأردن.

10- طالب، علاء فرحان، والمشهداني، إيمان شيحان (2011). **الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الإستراتيجي للمصارف**، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط(1):عمان، الأردن.

11- العامري، محمد علي إبراهيم (2013). **الإدارة المالية الحديثة**، دار وائل للنشر، ط(1): عمان، الأردن.

12- عرفه، سيد سالم (2009). **إدارة المخاطر الاستثمارية**، دار الراية للنشر والتوزيع، ط(1): عمان، الأردن.

13- الفليتي، سالم بن سلام (2010). **حوكمة الشركات المساهمة العامة في سلطنة عمان**، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط(1): عمان، الأردن.

14- المولى، بشرى خالد تركي (2010). **إلتزامات المساهم في الشركة المساهمة:** دراسة مقارنة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

الدوريات:

1- بارود، حمدي محمود (2010). "العضوية في مجلس إدارة شركة مساهمة: دراسة في البناء التقليدي والحديث لشركة المساهمة في ضوء حوكمة الشركات"، **مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية**، غزة، فلسطين، مجلد 12، العدد 2، ص 447-508.

2- الجوهر، كريمة علي كاظم (2011). "العلاقة بين الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية وقواعد الحوكمة لمجلس الإدارة: دراسة تحليلية لوجهات نظر المحاسبين والمدققين"، **مجلة الإدارة والاقتصاد**، السنة 34، العدد 90، ص 103-128.

3- الراوي، مظفر جابر (2014). "تطبيق معايير الحوكمة وأثرها القانوني في ضمان حقوق أقلية المساهمين في الشركات المساهمة: المملكة الأردنية الهاشمية نموذجاً"، **دفاتر السياسة والقانون**، العدد 11، ص 183-198.

4- رياض، سامح محمد رضا (2013). "أثر خصائص مجلس الإدارة ولجان المراجعة على التوزيعات النقدية في الشركات الصناعية المصرية"، **المجلة العربية للعلوم الإدارية**، المجلد 2013، العدد 3.

5- ريحاوي، مها محمود (2008). "الشركات المساهمة ما بين الحوكمة والقوانين والتعليمات"، **مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية**، دمشق، سوريا، مجلد 24، العدد 1، ص 89-125.

6- الشواورة، فيصل (2009). "قواعد الحوكمة وتقييم دورها في مكافحة ظاهرة الفساد والوقاية منه في الشركات الساهمة العامة الأردنية"، **مجلة جامعة دمشق**، دمشق، سوريا، مجلد 25، العدد 2، ص199-155.

7- عبد الحكيم، هشام طلعت، ومصطفى، أنور (2010). "تقييم الأسهم العادية بإستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن)"، **مجلة الإدارة والاقتصاد**، العدد 81، ص 52-67.

8- علي، أسامة عبد المنعم السيد (2009). "الحاكمية المؤسسية: مفهومها وأهدافها ومقوماتها ومشاكلها والتطورات الدولية الخاصة بها"، **المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية**، بغداد، العراق، السنة 7، العدد 23.

9- عناسوة، محمد سلامة، حمدان، علام محمد، والعتيبي، محمود حسني (2011). "أثر الأزمة المالية العالمية في العوائد غير العادية لأسهم المصارف الكويتية"، **مجلة بحوث اقتصادية عربية**، العددان 55-56، ص 53-65.

10- أبو فضة، مروان محمد (2009). "عقد الوكالة وتطبيقاته في المصارف الإسلامية"، **مجلة الجامعة الإسلامية**، القدس، فلسطين، المجلد 17، العدد 3، ص 789-856.

11- المشهداني، عمر إقبال توفيق (2012). "تدقيق التحكم المؤسسي (حوكمة الشركات) في ظل معايير التدقيق المتعارف عليها (إطار مقترح)"، **مجلة أداء المؤسسات الجزائرية**، الجزائر، العدد 2، ص 219-234.

12- موسى، شقيري نوري، وصافي وليد أحمد (2009). "قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطر"، **كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة**، بغداد، العراق، العدد 19.

13- موسى، شقيري نوري، وعبد العزيز، جيهان ونس (2012). "إختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوى شبه القوي بإستخدام المعلومة المتعلقة بنشر القوائم المالية للشركات"، **مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة**، بغداد، العراق، العدد 33، ص 157-186.

14- يوسف، علي (2012). "أثر إستقلالية مجلس الإدارة في ملاءمة معلومات الأرباح المحاسبية لقرارات المستثمرين في الأسواق المالية: دراسة تطبيقية"، **مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية**، دمشق، سوريا، المجلد 28، العدد 2، ص 223-254.

الرسائل الجامعية:

1- أحمد، صلاح حسن (2013). "**الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأسهم العادية للقطاع المصرفي العراقي**"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة السلمانية، العراق.

2- إسماعيل، علي عبد الجابر الحاج علي (2010). "**العلاقة بين مستوى التطبيق الفعلي للحاكميه المؤسسية وجودة التقارير المالية للشركات المساهمة العامة الأردنية في القطاعين المصرفي والصناعي**". رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن.

3- الأشقر، هاني محمد (2010). "**إدارة الأرباح وعلاقتها بالعوائد غير المتوقعة للسهم ومدى تأثر العلاقة بحجم الشركة. دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.**" رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة.

4- البراجنة، أمجد إبراهيم (2009). "**إختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية**"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة.

5- أبو الحاج، حسان عطية خليل (2013) "**أثر تطبيق الحاكمية المؤسسية على زيادة القدرة التنافسية للشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان (دراسة إختبارية)**"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن.

6- الحلو، محمد نعيم (2010). "**دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية". دراسة ميدانية على الشركات المساهمة المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية،** رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة.

7- خليل، هاشم محمد (2011). "**الدعاوي الناشئة عن أخطاء مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة**"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن.

8- سمية، بلجبلية (2010). "**أثر التضخم على عوائد الأسهم**"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر.

9- الصعيدي، إسماعيل جميل (2011). "**العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي**"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الازهر، غزة.

10- العتيبي، محمد بن نوار (2007). "**المسؤولية الجزائية لأعضاء مجلس إدارة الشركة المساهمة العامة في المملكة الأردنية الهاشمية والمملكة العربية السعودية: دراسة مقارنة**"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، الأردن.

11- يوسف، دانة بسام محمد (2008). "**تحديد العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي**"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن.

مصادر الإنترنت:

1- البنك الدولي http://www.albankaldawli.org تاريخ الزيارة 2015/5/23، 15:17.

2- قانون الشركات الاردني (1997) المعدل عام 2006 http://www.ccd.gov.jo تاريخ الزيارة 2015/4/30، 7:45.

3- لجنة كادبوري Cadbury Committee http://www.acdi.org تاريخ الزيارة 2015/5/7، 23:05.

4- مركز المشروعات الدولية الخاصة (2003) http://www.cipe-arabia.org تاريخ الزيارة 2015/4/27، 19:33.

5- منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية http://www.oecde.org تاريخ الزيارة 2015/5/1، 21:44.

6- هيئة الاوراق المالية الاردنية / دليل قواعد حوكمة الشركات (2006) http://www.jsc.gov.jo تاريخ الزيارة 2015/3/17، 10:22.

7- بورصة عمان http://www.ase.com.jo تاريخ الزيارة 2015/2/17، 23:10.

المراجع الإنجليزية:

1- Akpan, Edem Okon, and Amran, Noor Afza (2014). "Board Characteristics and Company Performance: Evidence from Nigeria", **Journal of Finance and Accounting**, Vol 2, No 3, PP 81-89.

2- Alkdai, Hussain Khalifa Hussain (2012). "Board of Director's Characteristics and Value Relevance of Accounting Information in Malaysian Shariah-Compliant Companies: A Panel Data Analysis", **Economics and Finance Review**, vol 2, No 3, PP 31-44.

3- Dharmadasa, Ganage, Herath, Pradeep , Pemarathne, and Siriyama Kanthi (2014). "Corporate Governance, Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from Sri Lanka**", South Asian Journal of Managemen**t, Vol 21, No 1,PP 7-31.

4- Dimitropulos, P. and Asteriou, D (2010). "The Effect of Board Composition on the in Formativeness and Quality of Annual Earnings: Empirical Evidence From Greece", **Research in International Business and Finance**, Vol 24, PP 190-205.

5- Johl, Satirenjit Kaur, Kaur, Shireenjit, and Cooper, Barry J (2015). "Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from Malaysian Public Listed Firms", **Journal of Economics, Business and Management**, Vol 3, No 2, PP 239-243.

6- Kai, Qian, and Xiaoguang, Lu (2014). "An Empirical Study on Abnormal Returns of Listed Companies of Chinese Pharmaceutical Industry", **Journal of Chemical and Pharmaceutical Research**, Vol 6,No 6,pp 846-850.

7- Khiari, Wided (2013). "Corporate Governance and Disclosure Quality: Taxonomy of Tunisian Listed Firms Using the Decision Tree Method based Approach", **Emerging Markets Journal**, Vol 3, No 2, PP 45-68.

8 - Ma, Jianyu, Pagn, Jose, and Chu, Yun (2009). "Abnormal Returns to Wergers and Acquisition in Ten Asian Stock Markets", **International Journal of Business**, Vol 14, No 3, PP 235-250.

9 - Machuga, S, and Teitel, K (2009). "Board of Director Characteristics and Earning Quality Surrounding Implementation of a Corporate Governance Code in Mexico", **Journal of International, Auditing and Taxation**, Vol 18, PP 1-13.

10- Mir- Mohammadian, Seyed Afshin, and Khriry, Mohammad (2015). "A Study on the Effect of Investment Risk, Inventories Growth Rate and Dividend on Stock Abnormal and Cross-Sectional Returns of Corporates Listed in Tehran Stock Exchange", **Jamaica Journal of Science and Technology**, Vol 24, PP 411-424.

11- Shukeri, Siti Norwahida, Shin, Ong Wei, and Sharri, Mohd Shahidan (2012). "Does Board of Director's Characteristics Affect Firm Performance? Evidence from Malaysian Public Listed Companies", **International Business Research**, Vol 5, No 9, PP 120-127.

12- Strong, N, 1992, "Modeling Abnormal Returns: A review Article", **Journal of Business Finance and Accounting,** Vol. 19, No 4, pp 533-553.

13- Tehranizadeh, Noorullah Rezaei, and Torabi, Rezvan (2015). "The Impact of Abnormal Returns of Shares on Slump of one-day Shares Price in 50 top Companies Listed in Tehran Stock Exchange", **Journal of Scientific Research and Development**, Vol 2, No 3, PP 34-37.